

**Бланк А.И**

## **Финансовая стратегия предприятия**



В книге рассматривается основной круг вопросов стратегического финансового развития предприятия. В ней изложены теоретические основы и методический инструментарий разработки финансовой стратегии предприятия; подробно рассмотрено содержание основных (доминантных) направлений его финансового развития — стратегии формирования финансовых ресурсов, инвестиционной стратегии, стратегии обеспечения финансовой безопасности и стратегии повышения качества управления финансовой деятельностью. Значительное внимание уделено также вопросам управления реализацией разработанной финансовой стратегии. Книга широко иллюстрирована схемами, графиками, таблицами и примерами, содержит основные расчетные алгоритмы и необходимый справочный аппарат.

Автор книги — заслуженный деятель науки, доктор экономических наук, профессор Бланк И.А., продолжительное время сочетает научную и преподавательскую работу по данной проблеме с практической деятельностью в качестве главного эксперта и консультанта ряда компаний. Книга рассчитана на руководителей и финансовых менеджеров предприятий, преподавателей, аспирантов и студентов экономических вузов.

### **СОДЕРЖАНИЕ**

**Содержание и особенности осуществления финансовой деятельности предприятия**

**Понятие финансовой стратегии и ее роль в развитии предприятия**

**Основные принципы разработки финансовой стратегии предприятия**

**Характеристика процесса разработки финансовой стратегии предприятия**

**Сущность стратегического финансового анализа и методы его осуществления**

**Система информационного обеспечения стратегического финансового анализа**

**Анализ факторов внешней финансовой среды**

**Особенности исследования конъюнктуры финансового рынка**

**Анализ факторов внутренней финансовой среды**

**Комплексная оценка стратегической финансовой позиции предприятия**

**Понятие стратегических целей финансовой деятельности предприятия и принципы их формирования**

**Обоснование главной стратегической цели финансовой деятельности предприятия**

**Формирование системы стратегических целей и целевых нормативов, обеспечивающих реализацию главной финансовой деятельности предприятия**

Понятие стратегических финансовых решений и последовательность их разработки  
Выбор главной финансовой стратегии предприятия  
Формирование финансовой политики по отдельным аспектам финансовой деятельности  
Формирование, оценка и отбор стратегических финансовых альтернатив  
Концепция и методический инструментарий оценки стоимости денег во времени  
Концепции и методический инструментарий учета фактора инфляции  
Понятие финансовых ресурсов предприятия и принципы их формирования  
Методы прогнозирования общего объема инвестиционных ресурсов  
Методический инструментарий оценки стоимости формируемых финансовых ресурсов  
Содержание процесса стратегического управления формированием собственных финансовых ресурсов  
Дивидендная политика  
Амортизационная политика  
Управление эмиссией акций  
Содержание процесса стратегического управления формированием заемных ресурсов  
Управление привлечением долгосрочного банковского кредита  
Управление финансовым лизингом  
Управление облигационным займом  
Виды инвестиций предприятия и задачи стратегического управления ими  
Содержание процесса стратегического управления инвестициями предприятия  
Формирование политики предприятия по основным направлениям инвестирования  
Формирование инвестиционной политики предприятия в отраслевом и региональном разрезах  
Особенности и формы реального инвестирования предприятия  
Разработка реальных инвестиционных проектов  
Оценка эффективности реальных инвестиционных проектов  
Формирование программы реальных инвестиций  
Особенности и формы финансового инвестирования предприятий  
Факторы, определяющие инвестиционные качества отдельных финансовых инструментов инвестирования  
Оценка стоимости отдельных финансовых инструментов инвестирования  
Формирование портфель финансовых инвестиций  
Виды финансовых рисков предприятия и принципы стратегического управления ими  
Содержание процесса стратегического управления финансовыми рисками  
Методический инструментарий учета фактора риска при подготовке стратегических финансовых решений  
Механизмы нейтрализации финансовых рисков  
Понятие структуры капитала и принципы стратегического управления ею  
Финансовый леверидж  
Оптимизация структуры капитала  
Виды денежных потоков предприятия и задачи стратегического управления ими  
Политика управления денежными потоками предприятия  
Оптимизация денежных потоков  
Финансовый кризис предприятия как объект стратегического управления  
Содержание процесса антикризисного финансового управления предприятием  
Использование внутренних механизмов финансовой стабилизации предприятия  
Финансовые аспекты реорганизации предприятий  
Использование современных финансовых инструментов  
Внедрение современных финансовых технологий  
Проектирование оптимальной организационной структуры управления финансовой деятельностью  
Формирование организационной культуры финансовых менеджеров  
Оценка разработанной финансовой стратегии предприятия  
Задачи и последовательность управления реализацией финансовой стратегии  
Обеспечение стратегических изменений финансовой деятельности предприятия

## **Содержание и особенности осуществления финансовой деятельности предприятия**

Эффективное функционирование предприятия в долгосрочной перспективе, обеспечение высоких темпов его развития и повышения конкурентоспособности в условиях рыночной среды в значительной степени определяются уровнем стратегического управления его финансовой деятельностью.

Финансовая деятельность представляет собой целенаправленно осуществляемый процесс практической реализации функций предприятия, связанных с формированием и использованием его финансовых ресурсов для обеспечения экономического и социального развития. Эта деятельность осуществляется на всех стадиях жизненного цикла предприятия от момента его рождения (формирования уставного капитала создаваемого предприятия) до момента его ликвидации как самостоятельного хозяйствующего субъекта (финансового обеспечения ликвидационных процедур).

Процесс осуществления финансовой деятельности предприятия характеризуется широким спектром его финансовых отношений с различными субъектами финансовой системы страны. По своему характеру вся совокупность финансовых отношений предприятия подразделяется на внешние и внутренние.

Система внешних финансовых отношений предприятия включает:

1. Финансовые отношения предприятия с органами государственных финансов (государственными и местными бюджетами; государственными внебюджетными целевыми фондами; другими органами государственных финансов).
2. Финансовые отношения предприятия с партнерами по операционной деятельности (поставщиками сырья, материалов и полуфабрикатов; покупателями готовой продукции; предприятиями производственно-коммерческой инфраструктуры).
3. Финансовые отношения предприятия с партнерами по финансово-инвестиционной деятельности (коммерческими банками; финансово-кредитными небанковскими институтами; инвестиционными фондами и компаниями; страховыми компаниями; органами финансово-инвестиционной инфраструктуры).
4. Финансовые отношения предприятия с другими хозяйствующими субъектами и домашними хозяйствами.

Система внутренних финансовых отношений предприятия включает:

1. Финансовые отношения предприятия в рамках объединения (холдинга, союза, ассоциации). Эта группа финансовых отношений предприятия отнесена к внутренним в связи с тем, что они в значительной степени регулируются внутренними нормами,

действующими в конкретном объединении (т.е. представляют собой форму внутриотраслевых финансовых связей). Кроме того, в таком объединении предприятие может выступать в роли головного, имея финансовые отношения с другими, дочерними предприятиями.

2. Финансовые отношения в рамках предприятия (с учредителями — акционерами, участниками; с персоналом; между органами управления предприятием и его структурными подразделениями; между различными структурными подразделениями предприятия — его "центрами ответственности").

Систематизация основных форм внешних и внутренних финансовых связей предприятия представлена на рис. 1.1.

Рассмотрим содержание основных форм финансовых отношений предприятия с перечисленными субъектами финансовой системы.

Финансовые отношения предприятия формируются:

- с государственными и местными бюджетами — по поводу предоставления налоговых льгот и формирования базы начисления налогов и сборов; уплаты всех предусмотренных законодательством налогов и сборов в бюджеты разных уровней; взыскания штрафных санкций за нарушение налогового законодательства; ассигнований из бюджетов разных уровней на цели развития предприятия;
- с государственными (целевыми) внебюджетными фондами — по поводу уплаты взносов во все виды внебюджетных фондов; взыскания штрафных санкций за несвоевременное перечисление взносов; финансирования предприятия за счет средств отдельных фондов;
- с другими органами государственных финансов — по поводу начислений и уплаты таможенных сборов и пошлин; условий выкупа имущества и платежей за него и т.п.;
- с поставщиками сырья, материалов, полуфабрикатов и с покупателями готовой продукции — по поводу определения форм, способов и сроков расчетов; форм обеспечения обязательств за поставленную продукцию; взыскания пени, штрафов, неустоек за невыполнение договорных обязательств;
- с предприятиями производственно-коммерческой инфраструктуры — по поводу определения форм, способов и сроков расчетов за услуги (транспортные, связи, маркетинговые и т.п.); взыскания штрафных санкций за невыполнение договорных обязательств;
- с коммерческими банками — по поводу форм и условий предоставления предприятию кредитов, их обслуживанию и погашению; условий размещения денежных вкладов предприятия; условий покупки и продажи валюты;

СИСТЕМА ФИНАНСОВЫХ ОТНОШЕНИЙ ПРЕДПРИЯТИЯ				
ВНЕШНИЕ ФИНАНСОВЫЕ ОТНОШЕНИЯ			ВНУТРЕННИЕ ФИНАНСОВЫЕ ОТНОШЕНИЯ	
С государственным бюджетом	С поставщиками сырья, материалов, полуфабрикатов	С коммерческими банками	С предприятиями, входящими в состав объединения	С учредителями, акционерами, участниками
С местными бюджетами	С покупателями готовой продукции	С финансово-кредитными небанковскими институтами	С высшестоящими органами управления объединения	С персоналом
С государственными (целевыми) внебюджетными фондами	С предприятиями производственно-коммерческой инфраструктуры	С инвестиционными фондами и компаниями		Между различными структурными подразделениями предприятия — его „центрами ответственности“
С другими органами государственных финансов		С страховыми компаниями		Между органами управления предприятием и его структурными подразделениями
		С органами финансово-инвестиционной инфраструктуры		

Рисунок 1.1. Систематизация основных форм внешних и внутренних финансовых отношений предприятия в процессе осуществления его финансовой деятельности.

- условий предоставления факторинговых, форфейтинговых и других услуг предприятию;
- с финансово-кредитными небанковскими институтами — по поводу форм и условий предоставления предприятию кредитов и займов, их обслуживанию и погашению; форм и условий предоставления временно свободных денежных средств предприятия;
- с инвестиционными фондами и компаниями — по поводу условий и форм участия в совместных реальных инвестиционных проектах; осуществления кратко- и долгосрочных финансовых инвестиций предприятия;
- со страховыми компаниями — по поводу условий страхования финансовых рисков; форм и сроков уплаты страховых взносов; страхового возмещения при наступлении страхового события;
- с органами финансово-инвестиционной инфраструктуры — по поводу определения форм, способов и сроков расчетов за предоставляемые услуги (размещению эмитированных предприятием ценных бумаг; проектированию, строительномонтажным работам и т.п.); взыскания штрафных санкций за нарушение контрактных обязательств;
- с предприятиями входящими в состав объединения — по поводу условий формирования и распределения централизованных денежных фондов; взаиморасчетов за поставленную продукцию и предоставленные услуги; формам взаимного кредитования;
- с высшестоящими органами управления объединения — по поводу перечисления взносов в централизованные денежные фонды; использования централизованных денежных фондов; оказания финансовой помощи предприятию в процессе санации;

- с учредителями (акционерами, участниками) — по поводу формирования уставного фонда (акционерного капитала; направлений использования прибыли; начисления и выплаты дивидендов и процентов;
- с персоналом — по поводу условий формирования фонда оплаты труда; выплаты вознаграждений и материальной помощи за счет прибыли; удержания подоходного налога; взыскания штрафов и компенсаций за причиненный материальный ущерб;
- между различными структурными подразделениями предприятия — его "центрами ответственности" — по поводу распределения финансовых ресурсов
- между органами управления предприятием и его структурными подразделениями — по поводу формирования финансовых ресурсов; финансирования текущих и капитальных затрат.

Реальная хозяйственная самостоятельность предприятий в условиях перехода к рыночной экономике создает предпосылки для расширения их внешних и внутренних финансовых отношений, обеспечения рационального их формирования.

Финансовая деятельность предприятия характеризуется следующими основными особенностями:

1. Она является главной формой ресурсного обеспечения реализации экономической стратегии предприятия, роста его рыночной стоимости. Практически все задачи экономического развития предприятия, расширения объема или обновления состава его активов требуют увеличения суммы привлекаемых финансовых ресурсов. Выбор источников формирования этих ресурсов, а также оценка и отбор для реализации наиболее эффективных объектов и инструментов их инвестирования осуществляются в процессе различных форм финансовой деятельности предприятия. Финансовая стратегия предприятия является неотъемлемой составной частью общей стратегии его экономического развития.

2. Финансовая деятельность носит подчиненный характер по отношению к целям и задачам операционной деятельности предприятия. Несмотря на то, что отдельные виды финансовой деятельности предприятия могут генерировать на отдельных этапах его развития большую прибыль (обеспечивая соответственно большие предпосылки роста его рыночной стоимости), чем операционная деятельность, главной стратегической задачей предприятия является развитие и диверсификация операционной деятельности, а также обеспечение условий возрастания формируемой им операционной прибыли. Финансовая деятельность предприятия призвана обеспечивать рост формирования его операционной прибыли в перспективном периоде по двум направлениям: а) путем обеспечения возрастания операционных доходов за счет увеличения объема производственно-коммерческой деятельности (финансирования строительства новых филиалов, расширения объема реализации продукции за счет освоения новых ее видов и т.п.); б) путем обеспечения снижения удельных операционных затрат (финансирования своевременной замены физически изношенного оборудования, обновления морально устаревших видов производственных основных средств и нематериальных активов и т.п.). Иными словами, формирование финансовых ресурсов (особенно из внешних источников) не является для предприятия самоцелью в процессе его финансовой деятельности, а всегда подчинено задачам эффективного их использования в операционном процессе.

3. Операции, связанные с финансовой деятельностью предприятия, носят стабильный характер, т.е. осуществляются постоянно. Прежде всего, это связано с тем, что каждое предприятие в процессе своего развития в той или иной степени нуждается не только в собственных финансовых ресурсах, но и во внешнем финансировании, а соответственно обеспечивает постоянное обслуживание финансовых ресурсов, привлеченных из внешних источников. Только предприятие, свертывающее объемы своей операционной деятельности, а соответственно и ее инвестиционную поддержку, может позволить себе "передышку" в осуществлении финансовых операций по привлечению ресурсов из внешних источников. Однако даже при условии временного полного прекращения операционной деятельности в

связи с неблагоприятной конъюнктурой товарного рынка (или по иным причинам) финансовая деятельность предприятия не прекращается до полной его ликвидации — осуществляются операции по взысканию дебиторской задолженности, реализации отдельных финансовых активов, расчетам с бюджетом и внебюджетными фондами и т.п.

4. Формы и объемы финансовой деятельности в значительной мере зависят от отраслевых особенностей и организационно-правовых форм функционирования предприятия.

Отраслевые особенности деятельности предприятия, формирующие продолжительность операционного цикла, его сезонность, общую и удельную капиталоемкость производства и реализации продукции, определяют пропорции в использовании собственного и заемного капитала, а также в объемах привлечения финансовых ресурсов из внешних источников по отдельным периодам.

Организационно-правовые формы деятельности предприятия влияют на состав внешних источников привлечения капитала (дополнительную эмиссию акций, привлечение дополнительного паевого капитала и т.п.).

5. Финансовая деятельность определяет специфический характер формируемых ею денежных потоков предприятия.

Так, в процессе финансовой деятельности по привлечению заемных финансовых ресурсов из внешних источников эта специфика заключается в том, что положительный денежный поток (поступление заемных финансовых ресурсов) всегда в итоге этой деятельности ниже по объему, чем отрицательный денежный поток (обслуживание и возврат внешнего долга), хотя в отдельные периоды этот процесс может временно носить обратный характер. В то же время денежный поток по финансированию инвестиций (т.е. отрицательный денежный поток по обслуживанию инвестиционных операций) при выборе эффективных объектов и инструментов инвестирования как правило перекрывается по объему денежным потоком по возврату инвестированных средств в форме совокупного инвестиционного дохода (т.е. положительным денежным потоком), однако последний формируется с существенным "лагом запаздывания". Естественно речь идет о денежных потоках, приведенных к настоящей стоимости, так как по каждой финансовой операции они осуществляются с определенным разрывом во времени.

6. Финансовая деятельность предприятия связана непосредственно с финансовым рынком — рынком денег и рынком капитала. Объемы и результаты этой деятельности в значительной степени подвержены колебаниям конъюнктуры отдельных сегментов финансового рынка. Если направленность колебаний конъюнктуры товарного и финансового рынков не совпадает (например, при увеличении спроса на товарном рынке на продукцию предприятия на финансовом рынке снижается предложение свободного капитала с соответствующим ростом его стоимости), это создает серьезные проблемы в развитии предприятия, гармонизации объемов операционной и финансовой деятельности.

7. Операции, связанные с финансовой деятельностью предприятия, генерируют свои специфические виды рисков, объединяемые понятием "финансовый риск". Главными из этих рисков являются риск неплатежеспособности и риск потери финансовой устойчивости предприятия.

Риск неплатежеспособности вызывается существенным возрастанием объема финансовых обязательств предприятия в процессе привлечения ресурсов, которые в периоды спада конъюнктуры товарного рынка не могут быть обеспечены активами в высоколиквидной форме (формируя так называемый "спазм ликвидности" готовой продукции). Риск потери финансовой устойчивости генерируется несовершенством структуры капитала (чрезмерной долей привлечения и использования заемных финансовых ресурсов). По своим финансовым последствиям эти риски относятся к числу наиболее опасных, формируя непосредственную угрозу банкротства предприятия. Механизм осуществления финансовой деятельности предприятия и оценка ее результатов строятся в тесной связи с уровнем финансового риска.



8. Финансовая деятельность обеспечивает стабилизацию экономического развития предприятия в целом. Инструментами такой стабилизации выступают формируемые в процессе финансовой деятельности различные страховые и другие целевые денежные фонды на случай непредвиденных колебаний конъюнктуры не только финансового, но и товарного рынков, снижения объемов операционной деятельности, а соответственно и операционной прибыли. Чем выше доля этих страховых и других целевых фондов в общей сумме используемого предприятием капитала, тем гарантированней уровень реализуемости задач его экономического развития в предстоящем периоде.

9. Финансовое состояние предприятия, отражающее результаты его финансовой деятельности на каждом конкретном этапе развития, в условиях рыночной экономики является основным индикатором эффективности его хозяйственной деятельности в целом. Уровень финансового состояния предприятия формирует соответствующий его деловой имидж у партнеров на товарном и финансовом рынках, характеризует степень его конкурентоспособности на этих рынках, свидетельствует о потенциале финансового обеспечения высоких темпов экономического развития и возможностях роста его рыночной стоимости.

## Понятие финансовой стратегии и ее роль в развитии предприятия

Бланк. Финансовая стратегия предприятия

Финансовая деятельность предприятия во всех ее формах не может сводиться только к удовлетворению финансовых потребностей, определяемых необходимостью управления отдельными видами оборотных активов, замены выбывающих внеоборотных активов или текущего их прироста в связи с происходящими изменениями объема хозяйственной деятельности. На современном этапе все большее число предприятий осознают необходимость сознательного перспективного управления финансовой деятельностью на основе научной методологии предвидения ее направлений и форм, адаптации к общим целям развития предприятия и изменяющимся условиям внешней финансовой среды. Эффективным инструментом перспективного управления финансовой деятельностью предприятия, подчиненного реализации целей общего его развития в условиях происходящих существенных изменений макроэкономических показателей, системы государственного регулирования рыночных процессов, конъюнктуры финансового рынка и связанной с этим неопределенностью, выступает финансовая стратегия.

Актуальность разработки финансовой стратегии предприятия определяется рядом условий.

Важнейшим из таких условий является интенсивность изменений факторов внешней финансовой среды. Высокая динамика основных макроэкономических показателей, связанных с финансовой деятельностью предприятий, темпы технологического прогресса, частые колебания конъюнктуры финансового рынка, непостоянство государственной экономической политики и форм регулирования финансовой деятельности не позволяют эффективно управлять финансами предприятия на основе лишь ранее накопленного опыта и традиционных методов финансового менеджмента. В этих условиях отсутствие разработанной финансовой стратегии, адаптированной к возможным изменениям факторов внешней среды, может привести к тому, что финансовые решения отдельных структурных подразделений предприятия будут носить разнонаправленный характер, приводить к возникновению противоречий и снижению эффективности финансовой деятельности в целом.

Одним из условий, определяющих актуальность разработки финансовой стратегии предприятия, является его предстоящий переход к новой стадии жизненного цикла.



Каждой из стадий жизненного цикла предприятия присущи характерные ей уровень инвестиционной активности, направления и формы финансовой деятельности, особенности формирования и распределения финансовых ресурсов.

Разрабатываемая финансовая стратегия позволяет заблаговременно адаптировать финансовую деятельность предприятия к предстоящим кардинальным изменениям возможностей его экономического развития.

Наконец, существенным условием, определяющим актуальность разработки финансовой стратегии, является кардинальное изменение целей операционной деятельности предприятия, связанное с открывающимися новыми коммерческими возможностями. Реализация таких целей требует изменения производственного ассортимента, внедрения новых производственных технологий, освоения новых рынков сбыта продукции и т.п. В этих условиях существенное возрастание инвестиционной активности предприятия и диверсификация форм его финансовой деятельности должны носить прогнозируемый характер, обеспечиваемый разработкой четко сформулированной финансовой стратегии.

Разработка финансовой стратегии предприятия на современном этапе базируется на методологических принципах новой концепции управления — "стратегического управления", — активно внедряемой с начала 70-х годов в корпорациях США и большинства стран Западной Европы. Концепция стратегического управления отражает четкое стратегическое позиционирование предприятия (включая и финансовую его позицию), представленное в системе принципов и целей его функционирования, механизме взаимодействия субъекта и объекта управления, характере взаимоотношений между элементами хозяйственной и организационной структуры и формах их адаптации к изменяющимся условиям внешней среды.

Стратегическое управление возникло на основе развития методологии стратегического планирования, которое составляет его сущностную основу. В отличие от обычного долгосрочного планирования, основанного на концепции экстраполяции сложившихся тенденций развития, стратегическое планирование учитывало не только эти тенденции, но и систему возможностей и опасностей развития предприятия, возникновение чрезвычайных ситуаций, способных изменить сложившиеся тенденции в предстоящем периоде.

Основанная на новой парадигме управления разработка стратегии предприятия базируется, прежде всего, на четкой идентификации объектов этого управления. С позиций стратегического менеджмента выделяются обычно три основные группы объектов стратегического управления — предприятие в целом, стратегическая зона хозяйствования (СЗХ) и стратегическая хозяйственная единица (СХЕ).

Предприятие как объект стратегического управления представляет собой открытую комплексную систему, интегрирующую все направления и формы хозяйственной деятельности различных структурных его подразделений.

Стратегическая зона хозяйствования представляет собой самостоятельный хозяйственный сегмент в рамках предприятия (организации), осуществляющий свою деятельность в ряде смежных отраслей, объединенных общностью спроса, используемого сырья или производственной технологии.

Стратегическая хозяйственная единица представляет собой самостоятельное структурное подразделение предприятия в рамках стратегической зоны хозяйствования, осуществляющее, как правило, моноотраслевую деятельность, руководство которой полностью отвечает за финансовые результаты его работы. Обычно стратегической хозяйственной единицей выступает "центр прибыли" предприятия, имеющий перспективы долгосрочного развития.

Важную роль в парадигме стратегического управления играет также дифференциация видов стратегий развития предприятия по их уровням. В системе этого управления выделяют обычно три основных вида стратегий — корпоративную стратегию, функциональные стратегии и стратегии отдельных хозяйственных единиц (бизнес-единиц).

Корпоративная стратегия определяет перспективы развития предприятия в целом.

Она направлена на выполнение миссии предприятия и наиболее комплексно обеспечивает реализацию главной цели функционирования предприятия — максимизацию благосостояния его собственников.

На корпоративном уровне стратегия охватывает такие важнейшие вопросы, как выбор видов хозяйственной деятельности (видов бизнеса), пути обеспечения долгосрочных конкурентных преимуществ предприятия на соответствующих товарных рынках, различные формы конгломератной реорганизации (слияния, поглощения), принципы распределения всех основных видов ресурсов между отдельными стратегическими зонами хозяйствования и стратегическими хозяйственными единицами. Разработкой корпоративной стратегии занимаются в основном менеджеры высшего звена управления предприятием.

Функциональные стратегии предприятия формируются, как правило, по основным видам его деятельности в разрезе важнейших функциональных подразделений предприятия. К числу основных стратегий этого уровня относятся: маркетинговая, производственная, финансовая, персонала, инновационная. Функциональные стратегии предприятия направлены на детализацию корпоративной его стратегии (реализацию ее основных целей) и на ресурсное обеспечение стратегий отдельных хозяйственных единиц. Разработкой основных функциональных стратегий занимаются менеджеры основных функциональных подразделений предприятия.

Стратегии хозяйственных единиц (бизнес-стратегии) предприятия направлены обычно на решение двух основных целей — обеспечение конкурентных преимуществ конкретного вида бизнеса и повышения его прибыльности. Принимаемые на этом уровне стратегические решения связаны обычно с созданием новых продуктов, расширением или сокращением существующих товарных линий, инвестициями в новые технологии, объемом отчислений на рекламу. Разработкой стратегий этого уровня занимаются руководители и менеджеры стратегических хозяйственных единиц при консультативной поддержке менеджеров функциональных отделов предприятия.

Совокупность различных видов стратегий предприятия представляет собой его "стратегический набор" (рис. 1.2).



Рисунок 1.2. Место финансовой стратегии в стратегическом наборе предприятия. С учетом места финансовой стратегии в стратегическом наборе предприятия определим сущностные ее характеристики в свете парадигмы стратегического управления (рис. 1.3):

1. Финансовая стратегия предприятия является одним из видов его функциональных стратегий. Функциональный ее статус определяется тем, что она охватывает лишь один из видов деятельности предприятия, а ее разработка является одной из важнейших функций финансового менеджмента.
2. В системе функциональных стратегий предприятия финансовая стратегия занимает одно из ведущих мест. Это связано с тем, что, обеспечивая финансовыми ресурсами реализацию стратегий всех уровней, финансовая стратегия координирует и интегрирует усилия всех функциональных подразделений в процессе формирования и реализации всего стратегического набора предприятия, и прежде всего — его функциональных стратегий.

<b>ФИНАНСОВАЯ СТРАТЕГИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ</b>
1. Один из видов функциональной стратегии предприятия
2. Важнейшая в системе функциональных стратегий предприятия
3. Обеспечивает охват всех основных направлений развития финансовой деятельности и финансовых отношений предприятия
4. Обеспечивает адаптацию к изменениям условий внешней среды путем корректировки направлений формирования и использования финансовых ресурсов предприятия
5. Учитывает и адекватно реагирует на изменения внешних условий финансовой деятельности предприятия
6. Обеспечивает выбор наиболее эффективных направлений достижения финансовых целей предприятия
7. Формирует специфические финансовые цели долгосрочного развития предприятия

Рисунок 1.3. Важнейшие сущностные характеристики финансовой стратегии предприятия.

3. Финансовая стратегия охватывает все основные направления развития финансовой деятельности и финансовых отношений предприятия. Это вытекает, прежде всего, из содержания финансового менеджмента, важнейшей функцией которого является формирование данной стратегии. Кроме того, только комплексный учет возможностей предстоящего развития всех аспектов финансовой деятельности и всех форм финансовых отношений предприятия позволяет в полной мере реализовать возможности роста его рыночной стоимости в долгосрочной перспективе.
4. Процесс разработки финансовой стратегии определяет необходимость формирования специфических финансовых целей долгосрочного развития предприятия. Отражая специфику финансовой деятельности, цели финансового развития предприятия должны обеспечивать реализацию миссии и целей корпоративной его стратегии, с одной стороны, и поддерживать (не вступая в противоречие) цели других функциональных стратегий и стратегий хозяйственных единиц, с другой.
5. Процесс разработки финансовой стратегии предопределяет выбор наиболее эффективных направлений достижения поставленных целей. Такой выбор обеспечивается поиском и оценкой альтернативных вариантов возможных стратегических финансовых решений и соответствующим их отбором по критерию

максимизации рыночной стоимости предприятия.

6. Финансовая стратегия призвана учитывать меняющиеся условия внешней среды в процессе финансового развития предприятия и адекватно реагировать на эти изменения. Эта важнейшая особенность стратегии любого уровня, в том числе и финансовой, определяется главным подходом к ее содержанию, вытекающему из концепции стратегического управления. Новая парадигма формирования стратегии предприятия предопределяет, что главное содержание его стратегического поведения состоит не в четком исполнении предусмотренных заданий, а в способности быстро реагировать на изменение условий внешней среды с соответствующей корректировкой этих заданий.

7. Адаптация финансовой стратегии к меняющимся условиям внешней среды обеспечивается в первую очередь изменением направлений формирования и использования финансовых ресурсов предприятия. Маневрирование финансовыми ресурсами, которые составляют главный объект финансового управления, является основным механизмом корректировки направлений и форм достижения стратегических финансовых целей предприятия.

Выявление важнейших сущностных характеристик финансовой стратегии в свете современной парадигмы управления предприятием позволяет следующим образом сформулировать ее содержание: "Финансовая стратегия представляет собой один из важнейших видов функциональной стратегии предприятия, обеспечивающей все основные направления развития его финансовой деятельности и финансовых отношений путем формирования долгосрочных финансовых целей, выбора наиболее эффективных путей их достижения, адекватной корректировки направлений формирования и использования финансовых ресурсов при изменении условий внешней среды".

Разработка финансовой стратегии играет большую роль в обеспечении эффективного развития предприятия. Эта роль заключается в следующем:

1. Разработанная финансовая стратегия обеспечивает механизм реализации долгосрочных общих и финансовых целей предстоящего экономического и социального развития предприятия в целом и отдельных его структурных единиц.
2. Она позволяет реально оценить финансовые возможности предприятия, обеспечить максимальное использование его внутреннего финансового потенциала и возможность активного маневрирования финансовыми ресурсами.
3. Она обеспечивает возможность быстрой реализации новых перспективных инвестиционных возможностей, возникающих в процессе динамических изменений факторов внешней среды.
4. Разработка финансовой стратегии учитывает заранее возможные варианты развития неконтролируемых предприятием факторов внешней среды и позволяет свести к минимуму их негативные последствия для деятельности предприятия.
5. Она отражает сравнительные преимущества предприятия в финансовой деятельности в сопоставлении с его конкурентами.
6. Наличие финансовой стратегии обеспечивает четкую взаимосвязь стратегического, текущего и оперативного управления финансовой деятельностью предприятия.
7. Она обеспечивает реализацию соответствующего менталитета финансового поведения в наиболее важных стратегических финансовых решениях предприятия.
8. В системе финансовой стратегии формируется значение основных критериальных оценок выбора важнейших финансовых управленческих решений.
9. Разработанная финансовая стратегия является одной из базисных предпосылок стратегических изменений общей организационной структуры управления и организационной культуры предприятия.

# Основные принципы разработки финансовой стратегии предприятия

В основе разработки финансовой стратегии предприятия лежат принципы новой управленческой парадигмы — системы стратегического управления. К числу основных из этих принципов, обеспечивающих подготовку и принятие стратегических финансовых решений в процессе разработки финансовой стратегии предприятия, относятся (рис. 2.1):

1. Рассмотрение предприятия как открытой социально-экономической системы, способной к самоорганизации. Этот принцип стратегического управления состоит в том, что при разработке финансовой стратегии предприятие рассматривается как определенная система, полностью открытая для активного взаимодействия с факторами внешней среды. В процессе такого взаимодействия предприятию присуще свойство обретения соответствующей пространственной, временной или функциональной структуры без специфического воздействия извне в условиях экономики рыночного типа, которое рассматривается как его способность к самоорганизации. Открытость предприятия как социально-экономической системы и его способность к самоорганизации позволяют обеспечивать качественно иной уровень формирования его финансовой стратегии.
2. Учет базовых стратегий операционной деятельности предприятия. Являясь частью общей стратегии экономического развития предприятия, обеспечивающей в первую очередь развитие операционной деятельности, финансовая стратегия носит по отношению к ней подчиненный характер. Поэтому она должна быть согласована со стратегическими целями и направлениями операционной деятельности предприятия. Финансовая стратегия при этом рассматривается как один из главных факторов обеспечения эффективного развития предприятия в соответствии с избранной им корпоративной стратегией.

<p><b>ПРИНЦИПЫ РАЗРАБОТКИ ФИНАНСОВОЙ СТРАТЕГИИ ПРЕДПРИЯТИЯ</b></p>
1. Рассмотрение предприятия как открытой системы, способной самоорганизации
2. Учет базовых стратегий операционной деятельности = предприятия
3. Преимущественная ориентация на предпринимательский стиль стратегического управления финансовой деятельностью
4. Обеспечение гибкости финансовой стратегии
5. Выделение доминантных сфер стратегического финансового развития
6. Обеспечение альтернативности стратегического финансового выбора
7. Обеспечение постоянного - использования результатов технологического прогресса в финансовой деятельности
8. Обеспечение разработанной финансовой стратегии соответствующими организационной структурой и организационной культурой
9. Ориентация на профессиональный аппарат финансовых менеджеров в процессе реализации финансовой стратегии
10. Учет уровня финансового риска в процессе принятия стратегических финансовых решений

Рисунок 2.1. Основные принципы разработки финансовой стратегии предприятия. Вместе с тем, финансовая стратегия сама оказывает существенное влияние на формирование стратегического развития операционной деятельности предприятия. Это связано с тем, что основные цели операционной стратегии — обеспечение высоких темпов реализации продукции, рост операционной прибыли и повышение конкурентной позиции предприятия связаны с тенденциями развития соответствующего товарного рынка (потребительского или факторов производства). Если тенденции развития товарного и финансового рынков (в тех сегментах, где предприятие осуществляет свою хозяйственную деятельность) не совпадают, может возникнуть ситуация, когда стратегические цели развития операционной деятельности предприятия не могут быть реализованы в связи с финансовыми ограничениями. В этом случае соответственно корректируется операционная стратегия предприятия.

Все многообразие стратегий операционной деятельности, реализацию которых призвана обеспечивать финансовая деятельность предприятия, может быть сведено к следующим базовым их видам:

Ограниченный (или концентрированный) рост. Этот тип операционной стратегии используется предприятиями со стабильным ассортиментом продукции и производственными технологиями, слабо подверженными влиянию технологического прогресса. Выбор такой стратегии возможен в условиях относительно слабых колебаний конъюнктуры товарного рынка и стабильной конкурентной позиции предприятия.

Основными типами этой базовой стратегии являются: стратегия усиления конкурентной позиции; стратегия расширения рынка; стратегия совершенствования продукта. Соответственно финансовая стратегия предприятия в этих условиях



направлена в первую очередь на эффективное обеспечение воспроизводственных процессов и прироста активов, обеспечивающих ограниченный рост объемов производства и реализации продукции. Стратегические изменения финансовой деятельности в этом случае сводятся к минимуму.

Ускоренный (интегрированный или дифференцированный) рост. Такой тип операционной стратегии избирают, как правило, предприятия, находящиеся в ранних стадиях своего жизненного цикла, а также в динамично развивающихся отраслях под воздействием технологического прогресса.

Основными типами этой базовой стратегии являются: стратегия вертикальной интеграции; стратегия обратной интеграции; стратегия горизонтальной диверсификации; стратегия конгломератной диверсификации. Финансовая стратегия в этом случае носит наиболее сложный характер за счет необходимости обеспечения высоких темпов развития финансовой деятельности, ее диверсификации по различным формам, регионам и т.п.

Сокращение (или сжатие). Эта операционная стратегия наиболее часто избирается предприятиями, находящимися на последних стадиях своего жизненного цикла, а также в стадии финансового кризиса. Она основана на принципе "отсечение лишнего", предусматривающем сокращение объема и ассортимента выпускаемой продукции, уход с отдельных сегментов рынка и т.п. Основными типами этой базовой стратегии являются: стратегия сокращения структур; стратегия сокращения расходов; стратегия "сбора урожая"; стратегия ликвидации. Финансовая стратегия предприятия в этих условиях призвана обеспечить эффективное дезинвестирование и высокую маневренность использования высвобождаемого капитала в целях обеспечения дальнейшей финансовой стабилизации.

Сочетание (или комбинирование). Такая операционная стратегия предприятия интегрирует в себе рассмотренные различные типы частных стратегий отдельных стратегических зон хозяйствования или стратегических хозяйственных единиц. Такая стратегия характерна для наиболее крупных предприятий (организаций) с широкой отраслевой и региональной диверсификацией операционной деятельности.

Соответственно финансовая стратегия таких предприятий (организаций) дифференцируется в разрезе отдельных объектов стратегического управления, будучи подчинена различным стратегическим целям их развития.

3. Преимущественная ориентация на предпринимательский стиль стратегического управления финансовой деятельностью. Финансовое управление предприятием в стратегической перспективе характеризуется приростным или предпринимательским стилем.

Основу приростного стиля стратегического финансово-го управления составляет постановка стратегических целей от достигнутого уровня финансовой деятельности с минимизацией альтернативности принимаемых стратегических финансовых решений.

Кардинальные изменения направлений и форм финансовой деятельности осуществляются лишь как отклик на изменения операционной стратегии предприятия. Такой стиль стратегического финансового управления характерен обычно для предприятий, достигших стадии зрелости своего жизненного цикла.

Основу предпринимательского стиля стратегического финансового управления составляет активный поиск эффективных управленческих решений по всем направлениям и формам финансовой деятельности. Этот стиль финансового управления связан с постоянной трансформацией направлений, форм и методов осуществления финансовой деятельности на всем пути к достижению поставленных стратегических целей с учетом изменяющихся факторов внешней среды.

В экономической литературе приростный стиль стратегического финансового управления рассматривается как консервативный, в то время как предпринимательский стиль — как агрессивный, ориентированный на ускоренный рост. При этом большинство экономистов приходит к выводу, что предпринимательский стиль стратегического финансового управления в наибольшей

степени корреспондирует с новой управленческой парадигмой — стратегическим управлением.

4. Выделение доминантных сфер стратегического финансового развития. Этот принцип позволяет обеспечить идентификацию приоритетных направлений финансовой деятельности предприятия, обеспечивающих успешную реализацию ее главной целевой функции — возрастания рыночной стоимости предприятия в долгосрочной перспективе.

Результаты исследований автора показывают, что при разработке финансовой стратегии предприятия целесообразно выделять следующие доминантные сферы (направления) развития финансовой деятельности (рис. 2.2):

Стратегия формирования финансовых ресурсов предприятия. Цели, задачи и основные стратегические решения этой доминанты финансовой стратегии должны быть направлены на финансовое обеспечение реализации корпоративной стратегии предприятия и соответственно подчинены ей.

Инвестиционная стратегия. Параметры стратегического набора этой доминанты финансовой стратегии должны быть направлены на обеспечение инвестиционной поддержки развития отдельных стратегических зон хозяйствования и стратегических хозяйственных единиц предприятия, а в целом составлять финансовую основу формирования важнейших направлений инвестиционной деятельности предприятия в стратегической перспективе.

Раздел 1. Методологические основы разработки финансовой стратегии предприятия



Рисунок 2.2. Доминантные сферы (направления) общей финансовой стратегии предприятия.

Стратегия обеспечения финансовой безопасности предприятия. Цели, задачи и важнейшие стратегические решения этой доминанты финансовой стратегии должны быть направлены на формирование и поддержку основных параметров финансового равновесия предприятия в процессе его стратегического развития.

Стратегия повышения качества управления финансовой деятельностью предприятия. Параметры стратегического набора этой доминанты финансовой стратегии разрабатываются финансовыми службами предприятия и включаются в виде самостоятельного блока в корпоративную и отдельные функциональные стратегии предприятия.

Более подробно характеристика доминантных сфер (направлений) стратегического финансового развития предприятия представлена в табл. 2.1.

Таблица 2.1.

# Характеристика доминантных сфер (направлений) стратегического финансового развития предприятия

Доминантная сфера (направление) общей финансовой стратегии предприятия	Главная задача разработки стратегических решений	Круг решаемых стратегических проблем
I. Стратегия формирования финансовых ресурсов предприятия	Создание потенциала формирования финансовых ресурсов предприятия, адекватного потребностям его стратегического развития	1. Обеспечение возрастания потенциала формирования финансовых ресурсов предприятия из внутренних источников. 2. Обеспечение необходимой „финансовой гибкости“ предприятия (достаточного его доступа к внешним источникам финансирования). 3. Оптимизация структуры источников формирования финансовых ресурсов предприятия по критерию их стоимости.
II. Инвестиционная стратегия предприятия	Оптимизация распределения финансовых ресурсов предприятия по направлениям и формам инвестирования по критерию их эффективности	1. Обеспечение необходимой пропорциональности распределения финансовых ресурсов по направлениям инвестирования. 2. Обеспечение необходимой пропорциональности распределения финансовых ресурсов по стратегическим зонам хозяйствования предприятия. 3. Обеспечение необходимой пропорциональности распределения финансовых ресурсов по стратегическим хозяйственным единицам предприятия.

Доминантная сфера (направление) общей финансовой стратегии предприятия	Главная задача разработки стратегических решений	Круг решаемых стратегических проблем
III. Стратегия обеспечения финансовой безопасности предприятия	Обеспечение финансового равновесия предприятия в процессе его стратегического развития	1. Обеспечение постоянной платежеспособности предприятия 2. Обеспечение достаточной финансовой устойчивости предприятия. 3. Нейтрализация возможных негативных последствий финансовых рисков предприятия. 4. Осуществление необходимых мер финансовой санации предприятия при угрозе его банкротства.
IV. Стратегия повышения качества управления финансовой деятельностью предприятия	формирование системы условий повышения качества управления финансовой деятельностью предприятия в стратегической перспективе	1. Обеспечение высокого уровня квалификации финансовых менеджеров. 2. формирование достаточной информационной базы разработки альтернативных финансовых решений по развитию предприятия. 3. Внедрение и эффективное использование современных технических средств управления финансовой деятельностью, прогрессивных финансовых технологий и инструментов. 4. Разработка эффективной организационной структуры управления финансовой деятельностью.

		5. Обеспечение высокого уровня организационной культуры финансовых менеджеров.
--	--	--------------------------------------------------------------------------------

5. Обеспечение гибкости финансовой стратегии. Будущему развитию финансовой деятельности предприятия всегда свойственна значительная неопределенность. Поэтому практически невозможно сохранить в неизменном виде разработанную финансовую стратегию предприятия на всех стадиях процесса ее реализации. Основой альтернативных стратегических действий финансовых менеджеров в таких условиях выступает высокий уровень гибкости разработанной финансовой стратегии. Стратегическая гибкость представляет собой потенциальную возможность предприятия быстро корректировать или разрабатывать новые стратегические финансовые решения при изменившихся внешних или внутренних условиях осуществления финансовой деятельности. Она достигается при такой внутриорганизационной координации финансовой деятельности, при которой финансовые ресурсы могут быть легко переведены из одних стратегических зон хозяйствования или хозяйственных единиц в другие. Возможность своевременного маневрирования финансовыми ресурсами достигается при наличии на предприятии достаточного их размера в виде страховых резервов и

интегрированного управления этими резервами. Кроме того, важную роль в обеспечении гибкости финансовой стратегии играет достаточный уровень ликвидности активов и инвестиций предприятия. В этих целях предприятие может иногда сознательно поддерживать некоторые виды финансовых инвестиций с низкой доходностью, но высоким уровнем ликвидности, чтобы за счет возможности быстрого реинвестирования капитала обеспечить необходимую стратегическую гибкость.

6. Обеспечение альтернативности стратегического финансового выбора. В основе стратегических финансовых решений должен лежать активный поиск альтернативных вариантов направлений, форм и методов осуществления финансовой деятельности, выбор наилучших из них, построение на этой основе общей финансовой стратегии и формирование механизмов эффективной ее реализации. Альтернативность является важнейшей отличительной чертой всей системы стратегического управления предприятием и связана со всеми основными элементами стратегического финансового набора — финансовыми целями, финансовой политикой по отдельным аспектам финансовой деятельности, источниками формирования финансовых ресурсов, стилем и менталитетом финансового управления и т.п.

7. Обеспечение постоянного использования результатов технологического прогресса в финансовой деятельности.

формируя финансовую стратегию, следует иметь в виду, что финансовая деятельность является главным механизмом обеспечения внедрения технологических нововведений, обеспечивающих рост конкурентной позиции предприятия на рынке. Поэтому реализация общих целей стратегического развития предприятия в значительной степени зависит от того, насколько его финансовая стратегия отражает достигнутые результаты технологического прогресса и адаптирована к быстрому использованию новых его результатов.

8. Учет уровня финансового риска в процессе принятия стратегических финансовых решений. Практически все основные финансовые решения, принимаемые в процессе формирования финансовой стратегии, в той или иной степени изменяют уровень финансового риска. В первую очередь, это связано с выбором направлений и форм финансовой деятельности, формированием финансовых ресурсов, внедрением новых организационных структур управления финансовой деятельностью. Особенно сильно уровень финансового риска возрастает в периоды колебаний ставки процента и роста инфляции. В связи с различным менталитетом финансовых менеджеров по отношению к уровню допустимого финансового риска (их рисковыми предпочтениями) на каждом предприятии в процессе разработки финансовой стратегии этот параметр должен устанавливаться дифференцированно.

9. Ориентация на профессиональный аппарат финансовых менеджеров в процессе реализации финансовой стратегии. Какие бы специалисты не привлекались к разработке отдельных параметров финансовой стратегии предприятия, ее реализацию должны обеспечивать подготовленные специалисты — финансовые менеджеры. Эти менеджеры должны быть ознакомлены с основными принципами стратегического управления, механизмом управления отдельными аспектами финансовой деятельности, владеть методами стратегического финансового контроллинга.

10. Обеспечение разработанной финансовой стратегии предприятия соответствующими организационной структурой управления финансовой деятельностью и организационной культурой. Важнейшим условием эффективной реализации финансовой стратегии являются соответствующие ей изменения организационной структуры управления и организационной культуры. Предусматриваемые стратегические изменения в этой области должны быть составной частью параметров финансовой стратегии, обеспечивающих ее реализуемость.

# Характеристика процесса разработки финансовой стратегии предприятия

Процесс разработки финансовой стратегии представляет собой формирование совокупности целенаправленных управленческих решений, обеспечивающих подготовку, оценку и реализацию программы стратегического финансового развития предприятия.

Этот процесс осуществляется на предприятии по следующим основным этапам (рис. 2.3).

1. Определение общего периода формирования финансовой стратегии. Этот период зависит от ряда условий.

Главным условием его определения является продолжительность периода, принятого для формирования корпоративной стратегии развития предприятия. Так как финансовая стратегия носит по отношению к ней подчиненный характер, она не может выходить за пределы этого периода (более короткий период формирования финансовой стратегии допустим).

Важным условием определения периода формирования финансовой стратегии предприятия является предсказуемость развития экономики в целом и конъюнктуры тех сегментов финансового рынка, с которыми связана предстоящая финансовая деятельность предприятия — в условиях нынешнего нестабильного (а по отдельным аспектам непредсказуемого) развития экономики страны этот период не может быть слишком продолжительным и в среднем должен определяться рамками 3—5 лет.

Определение общего периода формирования финансовой стратегии
Исследование факторов внешней финансовой среды
Оценка сильных и слабых сторон финансовой деятельности предприятия
Комплексная оценка стратегической финансовой позиции предприятия
Формирование стратегических целей финансовой деятельности
Разработка целевых стратегических нормативов финансовой деятельности
Принятие основных стратегических финансовых решений
Оценка разработанной финансовой стратегии
Обеспечение реализации финансовой стратегии
Организация контроля реализации финансовой стратегии

Рисунок 2.3. Основные этапы процесса разработки и реализации финансовой стратегии предприятия.

Условиями определения периода формирования финансовой стратегии являются



также отраслевая принадлежность предприятия, его размер, стадия жизненного цикла и другие.

## 2. Исследование факторов внешней финансовой среды.

Такое исследование предопределяет изучение экономико-правовых условий финансовой деятельности предприятия и возможного их изменения в предстоящем периоде. Кроме того, на этом этапе разработки финансовой стратегии анализируется конъюнктура финансового рынка и факторы ее определяющие, а также разрабатывается прогноз конъюнктуры в разрезе отдельных сегментов этого рынка, связанных с предстоящей финансовой деятельностью предприятия.

3. Оценка сильных и слабых сторон предприятия, определяющих особенности его финансовой деятельности. В процессе такой оценки необходимо определить обладает ли предприятие достаточным потенциалом, чтобы воспользоваться открывающимися инвестиционными возможностями, а также выявить какие внутренние его характеристики ослабляют результативность финансовой деятельности. Для диагностики внутренних проблем осуществления этой деятельности используется метод управленческого обследования предприятия, основанный на изучении различных функциональных зон предприятия, обеспечивающих развитие финансовой деятельности. Для разработки финансовой стратегии в управленческое обследование рекомендуется включать следующие функциональные зоны: маркетинговые возможности расширения объемов и диверсификации операционной (а соответственно и финансовой деятельности); финансовые возможности формирования инвестиционных ресурсов; численность, профессиональный и квалификационный состав персонала, обеспечивающего разработку и реализацию его финансовой стратегии; имеющаяся на предприятии информационная база, обеспечивающая подготовку альтернативных стратегических финансовых решений; состояние организационной структуры управления и организационной культуры предприятия.

4. Комплексная оценка стратегической финансовой позиции предприятия. В процессе такой оценки должно быть получено четкое представление об основных параметрах, характеризующих возможности и ограничения развития финансовой деятельности предприятия: каков уровень стратегического мышления собственников, управляющих и финансовых менеджеров предприятия; каков уровень знаний финансовых менеджеров (их информационной осведомленности) о состоянии и предстоящей динамике важнейших элементов внешней среды; какова эффективность действующих на предприятии систем финансового анализа, планирования и контроля; в какой мере они ориентированы на решение стратегических задач и т.п.

5. Формирование стратегических целей финансовой деятельности предприятия. Главной целью этой деятельности является повышение уровня благосостояния собственников предприятия и максимизация его рыночной стоимости. Вместе с тем эта главная цель требует определенной конкретизации с учетом задач и особенностей предстоящего финансового развития предприятия. Система стратегических целей должна обеспечивать выбор наиболее эффективных направлений финансовой деятельности; формирование достаточного объема финансовых ресурсов и оптимизации их состава; приемлемость уровня финансовых рисков в процессе осуществления предстоящей хозяйственной деятельности и т.п.

6. Разработка целевых стратегических нормативов финансовой деятельности. Сформированная на предшествующем этапе система стратегических финансовых целей должна получить конкретизацию определенных целевых стратегических нормативов. Разработка таких целевых стратегических нормативов финансовой деятельности служит базой для принятия основных управленческих решений и обеспечения контроля выполнения финансовой стратегии.

7. Принятие основных стратегических финансовых решений. На этом этапе, исходя из целей и целевых стратегических нормативов финансовой деятельности, определяются главные стратегии финансового развития предприятия в разрезе отдельных доминантных сфер, финансовая политика по отдельным аспектам его финансовой

деятельности, формируется портфель альтернатив стратегических Подходов к реализации намеченных целей и осуществляются их оценка и отбор. Это позволяет сформировать комплексную программу стратегического финансового развития предприятия.

8. Оценка разработанной финансовой стратегии. Такая оценка проводится по системе специальных экономических и внеэкономических критериев, устанавливаемых предприятием. По результатам оценки в разработанную финансовую стратегию вносятся необходимые коррективы, после чего она принимается к реализации.

9. Обеспечение реализации финансовой стратегии. В процессе реализации финансовой стратегии наряду с заранее намеченными стратегическими мероприятиями готовятся и реализуются новые управленческие решения, обусловленные непредвиденным изменением факторов внешней финансовой среды.

10. Организация контроля реализации финансовой стратегии. Этот контроль осуществляется на основе стратегического финансового контроллинга, отражающего ход реализации основных стратегических целевых нормативов финансовой деятельности предприятия.

Изложенная последовательность основных этапов процесса разработки финансовой стратегии предприятия может быть уточнена и детализирована с учетом особенностей финансовой деятельности предприятия и уровня стратегического мышления его финансовых менеджеров.

## Сущность стратегического финансового анализа и методы его осуществления

Разработка основных элементов стратегического набора в сфере финансовой деятельности предприятия базируется на результатах стратегического финансового анализа. Стратегический финансовый анализ представляет собой процесс изучения влияния факторов внешней и внутренней среды на результативность осуществления финансовой деятельности предприятия с целью выявления особенностей и возможных направлений ее развития в перспективном периоде. Конечным продуктом стратегического финансового анализа является модель стратегической финансовой позиции предприятия, которая всесторонне и комплексно характеризует предпосылки и возможности его финансового развития в разрезе каждой из стратегических доминантных сфер финансовой деятельности. Одной из важнейших предпосылок осуществления стратегического финансового анализа является определение основных его объектов. С учетом содержания конечного его продукта основными интегрированными объектами стратегического финансового анализа являются доминантные сферы (направления) стратегического финансового развития предприятия. Каждая из таких доминантных сфер должна быть разделена на отдельные сегменты, которые с различных сторон характеризуют особенности и результаты финансовой деятельности предприятия в рассматриваемом направлении. Рекомендуемая сегментация объектов стратегического финансового анализа в разрезе доминантных сфер (направлений) стратегического финансового развития предприятия представлена на рис. 3.1. Основу проведения стратегического анализа составляет изучение влияния на финансовую деятельность предприятия отдельных факторов и условий среды его функционирования. С учетом содержания направлений и объектов стратегического финансового анализа предметом его изучения является финансовая среда функционирования предприятия. Под финансовой средой функционирования предприятия понимается система условий и факторов, влияющих на организацию, формы и результаты его финансовой деятельности. В зависимости от характера влияния отдельных условий и факторов, а также

возможностей их контроля со стороны предприятия в процессе осуществления финансовой деятельности в составе общей финансовой среды его функционирования следует выделять отдельные виды: внешнюю финансовую среду непрямого влияния; внешнюю финансовую среду непосредственного влияния; внутреннюю финансовую среду.

Внешняя финансовая среда непрямого влияния характеризует систему проявляемых на макроуровне условий и факторов, воздействующих на организацию, формы и результаты финансовой деятельности предприятия в долгосрочном периоде, прямой контроль над которыми оно осуществлять не имеет возможности. Этот вид внешней финансовой среды не носит характера индивидуальных особенностей проявления по отношению к конкретному предприятию. В формировании условий внешней финансовой среды непрямого влияния существенную роль играет государственная финансовая политика и государственное регулирование финансовой деятельности предприятия.

Сегментация объектов стратегического финансового анализа			
I. Потенциал формирования финансовых ресурсов предприятия	II. Уровень эффективности инвестиций предприятия	III. Уровень финансовой безопасности предприятия	IV. Уровень качества управления финансовой деятельностью предприятия
1. Потенциал формирования собственных финансовых ресурсов из внутренних источников	1. Уровень эффективности инвестиций по предприятию в целом	1. Уровень платежеспособности	1. Уровень квалификации финансовых менеджеров
2. Потенциал формирования собственных финансовых ресурсов из внешних источников	2. Уровень эффективности отдельных направлений инвестирования	2. Уровень финансовой устойчивости	2. Полнота и качество информационной базы
3. Потенциал привлечения заемных финансовых ресурсов	3. Уровень эффективности инвестирования в отраслевом и региональном разрезе	3. Уровень эффективности их нейтрализации	3. Уровень принятия финансовых решений
	4. Уровень эффективности отдельных инвестиционных проектов (инструментов)	4. Уровень сбалансированности и синхронности денежных потоков	4. Уровень использования финансовых менеджерами современных технических средств, прогрессивных финансовых технологий и инструментов
		5. Возможность эффективного осуществления финансовой санации в условиях финансового кризиса	5. Эффективность организационной структуры управления финансовой деятельностью
			6. Уровень организационной культуры финансовых менеджеров

Рисунок 3.1. Рекомендуемая сегментация объектов стратегического финансового анализа в разрезе доминантных сфер стратегического финансового развития предприятия.

Внешняя финансовая среда непосредственного влияния характеризует систему

условий и факторов, воздействующих на организацию, формы и результаты финансовой деятельности, которые формируются в процессе финансовых отношений предприятия с контрагентами по финансовым операциям и сделкам и на которые оно может оказывать влияние в процессе непосредственных коммуникативных связей. Осуществление эффективных финансовых отношений с такими контрагентами по финансовой деятельности позволяет предприятию управлять системой соответствующих условий и факторов в благоприятном для него направлении; Внутренняя финансовая среда характеризует систему условий и факторов, определяющих выбор организации и форм финансовой деятельности с целью достижения наилучших ее результатов, которые находятся под непосредственным контролем руководителей и специалистов финансовых служб предприятия. Она включает в себе тот финансовый потенциал, который позволяет предприятию достигать поставленных целей и задач в стратегическом периоде. Основные виды финансовой среды предприятия, рассматриваемые в процессе осуществления стратегического финансового анализа, представлены на рис. 3.2.



Рисунок 3.2. Основные виды финансовой среды, рассматриваемые в процессе осуществления стратегического финансового анализа. Особенностью осуществления стратегического финансового анализа является то, что он является не только ретроспективным, но и прогнозным, т.е. оценивает перспективное состояние финансового потенциала предприятия под воздействием возможных изменений отдельных факторов и условий. Это определяет необходимость использования специальных методов проведения такого анализа, которые составляют основу его методического аппарата (эти специальные методы при необходимости могут быть дополнены и традиционными методами аналитического исследования). Система основных методов стратегического финансового анализа и область их применения представлены в табл. 3.1.

Таблица 3.1

Система основных методов стратегического финансового анализа и область их применения

Основные методы стратегического финансового анализа	Область применения методов		
	Анализ факторов внешней финансовой среды непрямого влияния	Анализ факторов внешней финансовой среды непосредственного влияния	Анализ факторов внутренней финансовой среды
SWOT-анализ	+	+	+
PEST-анализ	+		
SNW-анализ			+
Портфельный анализ		+	+
Сценарный анализ	+	+	+
Сравнительный финансовый анализ			+
Анализ финансовых коэффициентов			+
Интегральный анализ по модели Дюпон			+
Экспертный анализ	+	+	+

SWOT-анализ является одним из основных методов осуществления стратегического финансового анализа на предприятии. Название этой системы представляет аббревиатуру

начальных букв терминов, характеризующих объекты этого анализа:

S — Strengths (сильные стороны предприятия);

W — Weaknesses (слабые стороны предприятия);

O — Opportunities (возможности развития предприятия);

T — Threats (угрозы развитию предприятия).

Основным содержанием SWOT-анализа является исследование характера сильных и слабых сторон финансовой деятельности предприятия, а также позитивного или негативного влияния отдельных внешних (экзогенных) факторов на условия ее осуществления в предстоящем периоде.

Результаты SWOT-анализа представляются обычно графически по комплексному исследованию влияния отдельных факторов на финансовую деятельность предприятия (рис. 3.3).

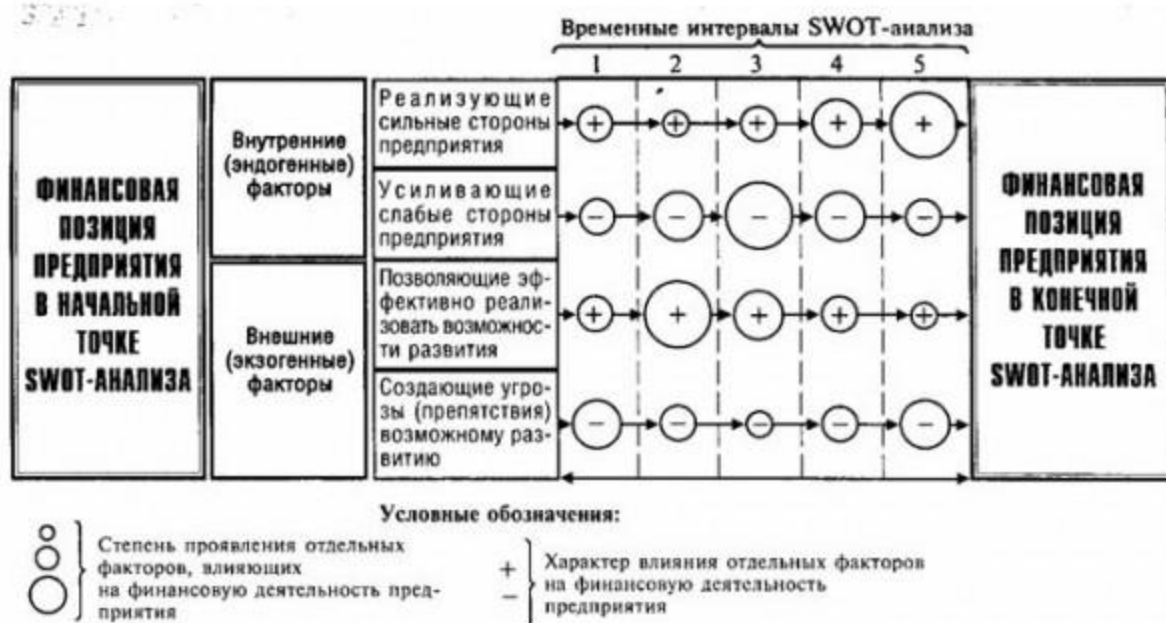
PEST-анализ концентрирует стратегическое исследование только на факторах макроуровня. Группы таких факторов разделяют макросреду функционирования предприятия на следующие четыре ее разновидности, характеризующиеся аббревиатурой PEST:

P — политико-правовая среда [political and legal environment];

E — экономическая среда [economic environment];

S — социокультурная среда [sociocultural environment];

SNW-анализ используется исключительно при анализе факторов внутренней среды предприятия. Аббревиатура SNW отражает характер позиции предприятия по исследуемому фактору:



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

Портфельный анализ основан на использовании "портфельной теории", в соответствии с которой уровень прибыльности портфеля фондовых инструментов рассматривается в одной связке с уровнем риска портфеля (система "прибыль—риск"). В соответствии с этой теорией можно за счет формирования "эффективного портфеля" (соответствующего подбора конкретных ценных бумаг) снизить уровень портфельного риска и соответственно повысить отношение уровня прибыльности к риску. Процесс анализа и подбора в портфель таких ценных бумаг и составляет основу использования этой системной теории. В системе стратегического финансового анализа этот метод используется обычно как вспомогательный. Сценарный анализ характеризует метод комплексной оценки основных факторов на прогнозируемое значение конкретного результативного финансового показателя при различных возможных условиях (сценариях) изменения финансовой среды — от



наилучших до наихудших. В процессе использования этого метода стратегического финансового анализа все факторы исследуются с учетом их взаимосвязи. По каждому из рассматриваемых сценариев определяется вероятность его возникновения.

Сравнительный финансовый анализ базируется на сопоставлении значений отдельных групп аналогичных показателей между собой. В процессе использования этого метода стратегического финансового анализа рассчитываются размеры абсолютных и относительных отклонений сравниваемых показателей. В разработке финансовой стратегии наибольшее распространение получили следующие методы сравнительного финансового анализа.

- Сравнительный анализ финансовых показателей данного предприятия и среднеотраслевых показателей. В процессе этого анализа выявляется степень отклонения основных результатов финансовой деятельности данного предприятия от среднеотраслевых с целью оценки своей конкурентной позиции по финансовым результатам хозяйствования и выявления резервов дальнейшего повышения эффективности финансовой деятельности.

- Сравнительный анализ финансовых показателей данного предприятия и предприятий — конкурентов. В процессе этого анализа выявляются слабые стороны финансовой деятельности предприятия с целью разработки мероприятий по повышению его конкурентной позиции на конкретном региональном рынке.

- Сравнительный анализ финансовых показателей отдельных структурных единиц и подразделений данного предприятия (его "центров ответственности"). Такой анализ проводится с целью сравнительной оценки и поиска резервов повышения эффективности финансовой деятельности внутренних подразделений предприятия.

- Сравнительный анализ отчетных и плановых (нормативных) финансовых показателей. Такой анализ составляет основу организуемого на предприятии контроллинга текущей финансовой деятельности. В процессе этого анализа выявляется степень отклонения отчетных показателей от плановых (нормативных), определяются причины этих отклонений и вносятся рекомендации по корректировке отдельных направлений финансовой деятельности предприятия.

Анализ финансовых коэффициентов (R—анализ) базируется на расчете соотношения различных абсолютных показателей финансовой деятельности предприятия между собой. В процессе использования этой системы анализа определяются различные относительные показатели, характеризующие отдельные результаты финансовой деятельности и уровень финансового состояния предприятия.

В стратегическом финансовом анализе наибольшее распространение получили следующие группы аналитических финансовых коэффициентов: коэффициенты оценки финансовой устойчивости предприятия; коэффициенты оценки платежеспособности (ликвидности) предприятия; коэффициенты оценки оборачиваемости активов; коэффициенты оценки оборачиваемости капитала; коэффициенты оценки рентабельности и другие.

- Коэффициенты оценки финансовой устойчивости предприятия позволяют выявить уровень финансового риска, связанного со структурой источников формирования капитала предприятия, а соответственно и степень его финансовой стабильности в процессе предстоящего развития. Для проведения такой оценки в процессе финансового анализа используются следующие основные показатели: коэффициент автономии (КА). Он показывает, в какой степени объем используемых предприятием активов сформирован за счет собственного капитала и насколько оно независимо от внешних источников финансирования. Расчет этого показателя осуществляется по следующим формулам:

Коэффициент автономии = Сумма собственного капитала предприятия на определенную дату / Общая сумма капитала предприятия на определенную дату;

Коэффициент автономии = Стоимость чистых активов предприятия на определенную дату / Общая стоимость всех активов предприятия на определенную дату;

коэффициент финансирования (КФ). Он характеризует объем привлеченных заемных

средств на единицу собственного капитала, т.е. степень зависимости предприятия от внешних источников финансирования. Для расчета этого показателя используется следующая формула:

Коэффициент финансирования = Сумма привлеченного предприятием заемного капитала (средняя или на определенную дату) / Сумма собственного капитала предприятия (средняя или на определенную дату);  
коэффициент задолженности (КЗ). Он показывает долю заемного капитала в общей используемой его сумме. Расчет этого коэффициента осуществляется по следующей формуле:

Коэффициент задолженности = Сумма привлеченного предприятием заемного капитала (средняя или на определенную дату) / Общая сумма капитала предприятия (средняя или на определенную дату);

коэффициент долгосрочной финансовой независимости (КДН). Он показывает в какой степени общий объем используемых активов сформирован за счет собственного и долгосрочного заемного капитала предприятия, т.е. характеризует степень его независимости от краткосрочных заемных источников финансирования. Расчет этого показателя осуществляется по формуле:

Коэффициент долгосрочной финансовой независимости = (Сумма собственного капитала предприятия (средняя или на определенную дату + Сумма заемного капитала, привлеченного предприятием на долгосрочной основе (на период более одного года)) / Общая стоимость всех активов предприятия (средняя или на определенную дату);

коэффициент маневренности собственного капитала (КМск). Он показывает, какую долю занимает собственный капитал, инвестированный в оборотные активы, в общей сумме собственного капитала (т.е. какая часть собственного капитала находится в высокооборотистой и высоколиквидной его форме). Расчет этого показателя осуществляется по следующей формуле:

Коэффициент маневренности собственного капитала = Сумма собственных оборотных активов (или собственного оборотного капитала) / Общая сумма собственного капитала предприятия;

- Коэффициенты оценки платежеспособности (ликвидности) характеризуют возможность предприятия своевременно рассчитываться по своим текущим финансовым обязательствам за счет оборотных активов различного уровня ликвидности. Проведение такой оценки требует предварительной группировки оборотных активов предприятия по уровню ликвидности. Для проведения оценки платежеспособности (ликвидности) в процессе финансового анализа используются следующие основные показатели:

коэффициент абсолютной платежеспособности или "кислотный тест" (КАП). Он показывает в какой степени все текущие финансовые обязательства предприятия обеспечены имеющимися у него готовыми средствами платежа на определенную дату. Расчет этого коэффициента осуществляется по формуле:

Коэффициент абсолютной платежеспособности или "кислотный тест" = (Сумма денежных активов предприятия на определенную дату + Сумма краткосрочных финансовых инвестиций предприятия на определенную дату) / Сумма всех текущих финансовых обязательств предприятия на определенную дату;

коэффициент промежуточной платежеспособности (КПП). Он показывает в какой степени все текущие финансовые обязательства могут быть удовлетворены за счет его высоколиквидных активов (включая готовые средства платежа). Для определения этого показателя используется следующая формула:

Коэффициент промежуточной платежеспособности = (Сумма денежных активов предприятия (средняя или на определенную дату) + Сумма краткосрочных финансовых инвестиций (средняя или на определенную дату) + Сумма текущей дебиторской задолженности всех видов (средняя или на определенную дату)) / Сумма всех текущих финансовых обязательств предприятия (средняя или на определенную дату);

коэффициент текущей платежеспособности (КТП). Он показывает в какой степени вся задолженность по текущим финансовым обязательствам может быть удовлетворена за счет всех его текущих (оборотных) активов. Расчет этого показателя производится по формуле:

Коэффициент текущей платежеспособности = Сумма всех оборотных активов предприятия (средняя или на определенную дату) / Сумма всех текущих финансовых обязательств предприятия (средняя или на определенную дату); Коэффициенты оценки оборачиваемости активов характеризуют насколько быстро сформированные активы оборачиваются в процессе хозяйственной деятельности предприятия. В определенной степени они являются индикатором его деловой (производственно-коммерческой) активности. Для оценки оборачиваемости активов предприятия используются следующие формулы:

коэффициент оборачиваемости всех используемых активов в рассматриваемом периоде (КОа). Этот показатель определяется по следующей формуле:

Коэффициент оборачиваемости всех используемых активов в рассматриваемом периоде = Общий объем реализации продукции в рассматриваемом периоде / Средняя стоимость всех используемых активов предприятия в рассматриваемом периоде (рассчитанная как средняя хронологическая);

коэффициент оборачиваемости оборотных активов предприятия в рассматриваемом периоде (КОоа). Этот показатель рассчитывается по следующей формуле:

Коэффициент оборачиваемости оборотных активов предприятия в рассматриваемом периоде = Общий объем реализации продукции в рассматриваемом периоде / Средняя стоимость оборотных активов в рассматриваемом периоде (рассчитанная как средняя хронологическая);

период оборота всех используемых активов в днях (ПОд). Этот показатель может быть исчислен по следующим формулам:

Период оборота всех используемых активов в днях = Средняя стоимость всех используемых активов предприятия в рассматриваемом периоде / Однодневный объем реализации продукции в рассматриваемом периоде

Период оборота всех используемых активов в днях = Число дней в рассматриваемом периоде / Коэффициент оборачиваемости всех используемых активов в рассматриваемом периоде;

период оборота оборотных активов в днях (ПОоа). Этот показатель рассчитывается по следующим формулам:

Период оборота оборотных активов в днях = Средняя стоимость оборотных активов в рассматриваемом периоде (рассчитанная как средняя хронологическая) / Однодневный объем реализации продукции в рассматриваемом периоде;

Период оборота оборотных активов в днях = Число дней в рассматриваемом периоде / Коэффициент оборачиваемости оборотных активов в рассматриваемом периоде;

- Коэффициенты оценки оборачиваемости капитала характеризуют насколько быстро используемый предприятием капитал в целом и отдельные его элементы оборачиваются в процессе его хозяйственной деятельности. Для оценки оборачиваемости капитала предприятия используются следующие основные показатели:

коэффициент оборачиваемости всего используемого капитала в рассматриваемом периоде (КОК). Этот показатель определяется по следующей формуле:

Коэффициент оборачиваемости всего используемого капитала в рассматриваемом периоде = Общий объем реализации продукции в рассматриваемом периоде / Средняя сумма всего используемого капитала предприятия в рассматриваемом периоде (рассчитанная как средняя хронологическая);

коэффициент оборачиваемости собственного капитала в рассматриваемом периоде (КОск). Расчет этого показателя производится по следующей формуле:

Коэффициент оборачиваемости собственного капитала в рассматриваемом периоде = Общий объем реализации продукции в рассматриваемом периоде / Средняя сумма собственного капитала предприятия в рассматриваемом периоде (рассчитанная как средняя хронологическая);

коэффициент оборачиваемости привлеченного заемного капитала в рассматриваемом периоде (К0зк) Для расчета этого показателя используется следующая формула:

Коэффициент оборачиваемости привлеченного заемного капитала в рассматриваемом периоде = Общий объем реализации продукции в рассматриваемом периоде / Средняя сумма привлеченного заемного капитала в рассматриваемом периоде (рассчитанная как средняя хронологическая); период оборота всего используемого капитала предприятия в днях (ПОк). Этот показатель определяется по следующим формулам:

Период оборота всего используемого капитала предприятия в днях = Средняя сумма всего используемого капитала предприятия в рассматриваемом периоде (рассчитанная как средняя хронологическая) / Однодневный объем реализации продукции в рассматриваемом периоде;

Период оборота всего используемого капитала предприятия в днях = Число дней в рассматриваемом периоде / Коэффициент оборачиваемости всего используемого капитала в рассматриваемом периоде;

период оборота привлеченного заемного капитала в днях (ПОзк)- Этот показатель рассчитывается по следующим формулам:

Период оборота привлеченного заемного капитала в днях = Средняя сумма привлеченного заемного капитала предприятия в рассматриваемом периоде (рассчитанная как средняя хронологическая) / Однодневный объем реализации продукции в рассматриваемом периоде ;

Период оборота привлеченного заемного капитала в днях = Число дней в рассматриваемом периоде / Коэффициент оборачиваемости привлеченного заемного капитала в рассматриваемом периоде;

- Коэффициенты оценки рентабельности (прибыльности) характеризуют способность предприятия генерировать необходимую прибыль в процессе своей хозяйственной деятельности и определяют общую эффективность использования активов и вложенного капитала. Для проведения такой оценки используются следующие основные показатели:

коэффициент рентабельности всех используемых активов или коэффициент экономической рентабельности (Р<sub>а</sub>). Он характеризует уровень чистой прибыли, генерируемой всеми активами предприятия, находящимися в его использовании по балансу. Расчет этого показателя осуществляется по формуле:

Коэффициент рентабельности всех используемых активов или коэффициент экономической рентабельности = Общая сумма чистой прибыли предприятия, полученная от всех видов хозяйственной деятельности, в рассматриваемом периоде / Средняя стоимость всех используемых активов предприятия в рассматриваемом периоде (рассчитанная как средняя хронологическая);

коэффициент рентабельности собственного капитала или коэффициент финансовой рентабельности (Р<sub>ск</sub>). Он характеризует уровень прибыльности собственного капитала, вложенного в предприятие. Для расчета этого показателя используется следующая формула:

Коэффициент рентабельности собственного капитала или коэффициент финансовой рентабельности = Общая сумма чистой прибыли предприятия, полученная от всех видов хозяйственной деятельности в рассматриваемом периоде / Средняя сумма собственного капитала предприятия в рассматриваемом периоде (рассчитанная как средняя хронологическая);

коэффициент рентабельности реализации продукции или коэффициент коммерческой рентабельности (Р<sub>рп</sub>). Он характеризует прибыльность операционной (производственно- коммерческой) деятельности предприятия. Расчет этого показателя производится по следующей формуле:

Коэффициент рентабельности реализации продукции или коэффициент коммерческой рентабельности = Сумма чистой прибыли, полученная от операционной деятельности предприятия, в рассматриваемом периоде / Общий объем

реализации продукции в рассматриваемом периоде; коэффициент рентабельности текущих затрат (Ртз). Он характеризует уровень прибыли, полученной на единицу затрат на осуществление операционной (производственно- коммерческой) деятельности предприятия. Для расчета этого показателя используется следующая формула: Коэффициент рентабельности текущих затрат = Сумма чистой прибыли, полученная от операционной (производственно-коммерческой) деятельности предприятия в рассматриваемом периоде / Сумма издержек производства (обращения) предприятия в рассматриваемом периоде; коэффициент рентабельности инвестиций (Ри). Он характеризует прибыльность инвестиционной деятельности предприятия. Расчет этого показателя осуществляется по следующей формуле: Коэффициент рентабельности инвестиций = Сумма чистой прибыли, полученная от инвестиционной деятельности предприятия в рассматриваемом периоде / Сумма инвестиционных ресурсов предприятия, размещенных в объекты реального и финансового инвестирования. Коэффициенты рентабельности могут быть рассчитаны также по отдельным видам активов предприятия, отдельным формам привлеченного им капитала, отдельным объектам реального и финансового инвестирования. Интегральный финансовый анализ по модели Дюпон предусматривает разложение показателя "коэффициент рентабельности активов" на ряд частных финансовых коэффициентов его формирования, взаимосвязанных в единой системе. Принципиальная схема проведения такого анализа приведена на рис. 3.4.

Условные обозначения:

ЧП — сумма чистой прибыли;

Р — объем реализации продукции;

А — средняя сумма всех активов;

ВД — сумма валового дохода;

И — сумма издержек;

Нд — сумма налогов, уплачиваемых за счет доходов;

Нп — сумма налогов, уплачиваемых за счет прибыли;

ОА — средняя сумма оборотных активов;

ВА — средняя сумма внеоборотных активов.

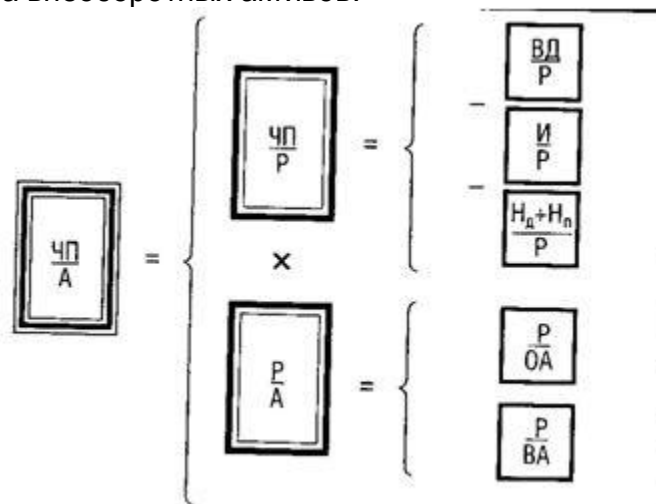


Рисунок 3.4. Схема финансового анализа по методике корпорации Дюпон.

В основе этой системы анализа лежит "Модель Дюпона" (разработанная фирмой "Дюпон", США), в соответствии с которой коэффициент рентабельности используемых активов предприятия представляет собой произведение коэффициентов рентабельности реализации продукции и оборачиваемости

(количества оборотов) активов:

Коэффициент рентабельности используемых активов = Коэффициент рентабельности реализации продукции Коэффициент оборачиваемости (количество оборотов) активов.

Для интерпретации результатов, полученных при расчете "Модели Дюпона", может быть использована специальная матрица, представленная на рис. 3.5.

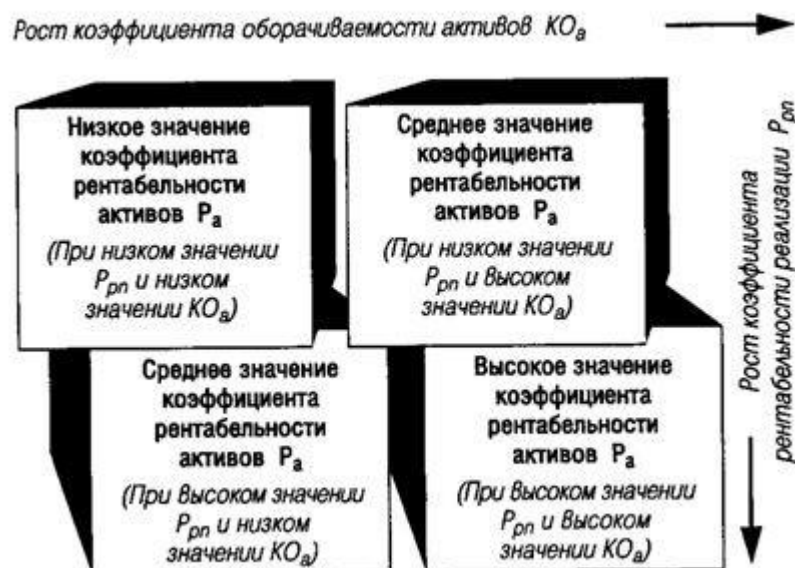


Рисунок 3.5. Матрица оценки результата интегрального анализа коэффициента рентабельности активов предприятия.

С помощью указанной матрицы можно выявить основные стратегические возможности дальнейшего повышения рентабельности активов предприятия — увеличить рентабельность реализации продукции; ускорить оборачиваемость активов; использовать оба эти направления.

Для интегрального анализа эффективности использования собственного капитала предприятия может применяться следующая трехфакторная Модель Дюпона:

Рентабельность собственного капитала = Сумма чистой прибыли в рассматриваемом периоде, полученная от всех видов хозяйственной / Средняя сумма собственного капитала предприятия в рассматриваемом периоде (рассчитанная как средняя хронологическая) = Сумма чистой прибыли в рассматриваемом периоде, полученная от всех видов хозяйственной / Общий объем реализации продукции в рассматриваемом периоде / Средняя сумма всех используемых активов предприятия в рассматриваемом периоде (рассчитанная как средняя хронологическая) / Средняя сумма собственного капитала предприятия в рассматриваемом периоде (рассчитанная как средняя хронологическая)

Экспертный анализ используется в том случае, если на предприятии отсутствуют необходимые информативные данные для прогнозирования факторов внешней финансовой среды. Методы этого стратегического финансового анализа базируются на опросе привлекаемых квалифицированных специалистов.

Стратегический финансовый анализ осуществляется в такой последовательности:

На первом этапе проводится анализ внешней финансовой среды непрямого влияния.

На втором этапе проводится анализ внешней финансовой среды непосредственного влияния.

На третьем этапе проводится анализ внутренней финансовой среды.

На четвертом этапе осуществляется комплексная оценка стратегической финансовой позиции предприятия.



Блок-схема отдельных этапов проведения стратегического финансового анализа предприятия представлена на рис. 3.6.

Анализ факторов внешней финансовой среды непрямого влияния	Анализ факторов внешней финансовой среды непосредственного влияния	Анализ факторов внутренней финансовой среды
КОМПЛЕКСНАЯ ОЦЕНКА СТРАТЕГИЧЕСКОЙ ФИНАНСОВОЙ ПОЗИЦИИ ПРЕДПРИЯТИЯ		

Рисунок 3.6. Блок-схема отдельных этапов проведения стратегического финансового анализа предприятия.

Содержание и методы стратегического финансового анализа в разрезе отдельных объектов его осуществления рассматриваются в последующих разделах.

## Система информационного обеспечения стратегического финансового анализа

Информационная система (или система информационного обеспечения) стратегического финансового анализа представляет собой функциональный комплекс, обеспечивающий процесс целенаправленного подбора соответствующих информативных показателей для исследования финансовой среды функционирования предприятия и оценки его стратегической финансовой позиции по всем основным аспектам финансовой деятельности. Содержание системы информационного обеспечения стратегического финансового анализа, ее широта и глубина определяются отраслевыми особенностями деятельности предприятий, их организационно-правовой формой функционирования, объемом и степенью диверсификации финансовой деятельности и рядом других условий.

Конкретные показатели этой системы формируются за счет как внешних (находящихся вне предприятия), так и внутренних источников информации. В разрезе каждой из групп этих источников вся совокупность показателей, включаемых в информационную систему стратегического финансового анализа, предварительно классифицируется.

Система показателей информационного обеспечения стратегического финансового анализа, формируемых из внешних источников, делится на четыре основные группы (рис. 3.7).

1. Показатели, характеризующие общезкономическое развитие страны. Система информативных показателей этой группы служит основой проведения анализа и прогнозирования условий внешней финансовой среды функционирования предприятия. Формирование системы показателей этой группы основывается на публикуемых данных государственной статистики. Показатели, входящие в состав первой группы, подразделяются на два блока. В первом блоке — "Показатели макроэкономического развития " — содержатся следующие основные информативные показатели, используемые в процессе стратегического финансового анализа:

- а) темп роста внутреннего валового продукта и национального дохода;
- б) объем эмиссии денег в аналитическом периоде;
- в) денежные доходы населения;
- г) вклады населения в банках;
- д) индекс инфляции;
- е) учетная ставка центрального банка.

Во втором блоке — " Показатели отраслевого развития " — содержатся следующие основные информативные показатели по отрасли, к которой принадлежит предприятие:

- а) объем произведенной (реализованной) продукции, его динамика;
- б) общая стоимость активов предприятий, в том числе оборотных;
- в) сумма собственного капитала предприятий;
- г) сумма валовой прибыли предприятий, в том числе по основной (операционной) деятельности;
- д) ставка налогообложения прибыли по основной деятельности;

ПОКАЗАТЕЛИ, ФОРМИРУЕМЫЕ ИЗ ВНЕШНИХ ИСТОЧНИКОВ ИНФОРМАЦИИ	
ПОКАЗАТЕЛИ, ХАРАКТЕРИЗУЮЩИЕ ОБЩЕЭКОНОМИЧЕСКОЕ РАЗВИТИЕ СТРАНЫ	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Показатели макроэкономического развития</li> <li>• Показатели отраслевого развития</li> </ul>	
ПОКАЗАТЕЛИ, ХАРАКТЕРИЗУЮЩИЕ КОНЪЮНКТУРУ ФИНАНСОВОГО РЫНКА	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Показатели конъюнктуры отдельных сегментов фондового рынка</li> <li>• Показатели конъюнктуры отдельных сегментов кредитного рынка</li> <li>• Показатели конъюнктуры отдельных сегментов валютного рынка</li> </ul>	
ПОКАЗАТЕЛИ, ХАРАКТЕРИЗУЮЩИЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ КОНТРАГЕНТОВ И КОНКУРЕНТОВ	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Банков</li> <li>• Лизинговых компаний</li> <li>• Страховых компаний</li> <li>• Инвестиционных компаний и фондов</li> <li>• Поставщиков продукции</li> <li>• Покупателей продукции</li> <li>• Конкурентов</li> </ul>	
НОРМАТИВНО-РЕГУЛИРУЮЩИЕ ПОКАЗАТЕЛИ	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• По финансовой деятельности предприятий</li> <li>• По функционированию отдельных сегментов финансового рынка</li> </ul>	

Рисунок 3.7. Система показателей информационного обеспечения стратегического финансового анализа, формируемых из внешних источников.

- е) ставки налога на добавленную стоимость и акцизного сбора на продукцию,

выпускаемую предприятиями отрасли;  
ж) индекс цен на продукцию отрасли в рассматриваемом периоде.

2. Показатели, характеризующие конъюнктуру финансового рынка. Система информативных показателей этой группы служит для анализа эффективности формирования портфеля долгосрочных финансовых инвестиций, осуществления краткосрочных финансовых инвестиций, привлечения кредитов, валютных операций и некоторых других аспектов финансовой деятельности. Формирование системы показателей этой группы основывается на публикациях периодических коммерческих изданий, фондовой и валютной биржи, а также на соответствующих электронных источниках информации.

Показатели, входящие в состав второй группы, подразделяются на три блока.

В первом блоке — "Показатели, характеризующие конъюнктуру отдельных сегментов фондового рынка" — содержатся следующие основные информативные данные:

- а) виды основных фондовых инструментов (акций, облигаций, деривативов и т.п.), обращающихся на биржевом и внебиржевом фондовом рынке;
- б) котируемые цены предложения и спроса основных видов фондовых инструментов;
- в) объемы и цены сделок по основным видам фондовых инструментов;
- г) сводный индекс динамики цен на фондовом рынке.

Во втором блоке — "Показатели, характеризующие конъюнктуру отдельных сегментов кредитного рынка" — содержатся следующие основные информативные данные:

- а) кредитная ставка отдельных коммерческих банков, дифференцированная по срокам предоставления финансового кредита;
- б) лизинговая ставка по видам лизингуемых активов;
- в) депозитная ставка отдельных коммерческих банков, дифференцированная по вкладам до востребования и срочным вкладам.

В третьем блоке — "Показатели, характеризующие конъюнктуру отдельных сегментов валютного рынка" — содержатся следующие информативные показатели:

- а) официальный курс отдельных валют, которыми оперирует предприятие в процессе внешнеэкономической деятельности;
- б) курс покупки — продажи аналогичных видов валют, установленный коммерческими банками.

3. Показатели, характеризующие деятельность контрагентов и конкурентов. Система информативных показателей этой группы используется в основном для анализа эффективности формирования и использования финансовых ресурсов. Эти показатели формируются обычно в разрезе следующих блоков: "Банки"; "Лизинговые компании"; "Страховые компании"; "Инвестиционные компании и фонды"; "Поставщики продукции"; "Покупатели продукции"; "Конкуренты". Источником формирования показателей этой группы служат публикации отчетных материалов в прессе (по отдельным видам хозяйствующих субъектов такие публикации являются обязательными), соответствующие рейтинги с основными результативными показателями деятельности (по банкам, страховым компаниям), а также платные бизнес-справки, предоставляемые отдельными информационными компаниями (получение такой информации должно осуществляться только легальными способами).

Состав информативных показателей каждого блока определяется конкретными целями осуществления стратегического финансового анализа, перспективами партнерских отношений и другими условиями.

4. Нормативно-регулирующие показатели. Система этих показателей учитывается в процессе осуществления тех аспектов стратегического анализа, которые связаны с особенностями государственного регулирования финансовой деятельности предприятий. Эти показатели формируются, как правило, в разрезе двух блоков: "Нормативно-регулирующие показатели по различным аспектам финансовой деятельности предприятия" и "Нормативно-регулирующие показатели по вопросам функционирования отдельных сегментов финансового рынка". Источником

формирования показателей этой группы являются нормативно-правовые акты, принимаемые различными органами государственного управления. Система показателей информационного обеспечения стратегического финансового анализа, формируемых из внутренних источников, делится на три группы (рис. 3.8).

ПОКАЗАТЕЛИ, ФОРМИРУЕМЫЕ ИЗ ВНУТРЕННИХ ИСТОЧНИКОВ ИНФОРМАЦИИ	
ПОКАЗАТЕЛИ ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ ЕДПРИЯТИЯ	
Показатели, отражаемые в отчетном Балансе предприятия"	
Показатели, отражаемые в „Отчете о финансовых результатах" предприятия	
Показатели, отражаемые в „Отчете о движении денежных средств" предприятия	
ПОКАЗАТЕЛИ УПРАВЛЕНЧЕСКОГО УЧЕТА ПРЕДПРИЯТИЯ	
Показатели, характеризующие финансовые результаты по основным сферам финансовой деятельности	
Показатели, характеризующие финансовые результаты деятельности в региональном разрезе	
Показатели, характеризующие финансовые результаты деятельности отдельных „центров ответственности"	
НОРМАТИВНО-ПЛАНОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ СВЯЗАННЫЙ С ФИНАНСОВЫМ РАЗВИТИЕМ ПРЕДПРИЯТИЯ	
Система внутренних нормативов, регулирующих финансовое развитие предприятия	
Система плановых показателей финансового развития предприятия	

Рисунок 3.8. Система показателей информационного обеспечения стратегического финансового анализа, формируемых из внутренних источников. муруемых  
1. Показатели финансовой отчетности предприятия. Система информативных показателей этой группы наиболее широко используется в процессе стратегического финансового анализа, так как дает наиболее агрегированное представление о результатах финансовой деятельности предприятия.

Преимуществом показателей этой группы является их унифицированность, так как они базируются на общепринятых стандартизированных принципах учета (что позволяет использовать типовые технологии и алгоритмы финансовых расчетов по отдельным аспектам формирования и распределения финансовых ресурсов, а также сравнивать эти показатели с другими аналогичными предприятиями); четкая регулярность формирования (в установленные нормативные сроки); высокая степень надежности (отчетность, формируемая на базе финансового учета, предоставляется внешним пользователям и подлежит внешнему аудиту).

В то же время, информационная база, формируемая на основе финансового учета, имеет и определенные недостатки, основными из которых являются: отражение ин-

формативных показателей лишь по предприятию в целом (что не позволяет использовать ее при осуществлении стратегического анализа по отдельным сферам финансовой деятельности, центрам ответственности и т.п.); низкая периодичность разработки (как правило, один раз в квартал, а отдельные формы отчетности — только один раз в год); использование только стоимостных показателей (что затрудняет анализ влияния изменения цен на формирование финансовых ресурсов). Показатели, входящие в состав этой группы, подразделяются на три основных блока. В первом блоке содержатся показатели, отражаемые в "Балансе предприятия". Этот баланс содержит два основных раздела — "Актив" и "Пассив".

В втором блоке содержатся показатели, отражаемые в "Отчете о финансовых результатах" предприятия. Этот отчет включает показатели по следующим трем разделам: 1) финансовые результаты; 2) элементы операционных затрат; 3) расчет показателей прибыльности акций.

В третьем блоке содержатся показатели, отражаемые в "Отчете о движении денежных средств" предприятия.

Этот отчет построен в разрезе следующих разделов: 1) движение средств в результате операционной деятельности; 2) движение средств в результате инвестиционной деятельности; 3) движение средств в результате финансовой деятельности.

## 2. Показатели управленческого учета предприятия.

Система этой группы показателей используется для стратегического анализа по всем аспектам финансовой деятельности предприятия, а в наибольшей степени — в процессе анализа финансового обеспечения операционной его деятельности.

Этот вид учета получает развитие в связи с переходом предприятий нашей страны к общепринятой в международной практике системе бухгалтерского учета, который позволяет существенно дополнить учет финансовый. Он представляет собой систему учета всех необходимых показателей, формирующих информационную базу управления, в том числе и стратегического.

В сравнении с финансовым управленческий учет обладает следующими основными преимуществами: он отражает не только стоимостные, но и натуральные значения показателей (а следовательно и тенденции изменения цен на сырье, готовую продукцию и т.п.); периодичность представления результатов управленческого учета полностью соответствует потребности в информации для проведения отдельных этапов стратегического финансового анализа; этот учет может быть структурирован в любом разрезе — по центрам ответственности, видам финансовой деятельности и т.п. (при одновременном агрегировании показателей в целом по предприятию); он может отражать отдельные активы с учетом темпов инфляции, стоимости денег во времени и т.п.

В процессе построения системы информационного обеспечения стратегического финансового анализа управленческий учет призван формировать группы показателей, отражающих объемы деятельности, сумму и состав затрат, сумму и состав получаемых доходов и других. Эти группы показателей формируются в процессе управленческого учета обычно по следующим блокам:

- а) по сферам финансовой деятельности предприятия;
- б) по регионам деятельности (если для предприятия характерна региональная диверсификация финансовой деятельности);
- в) по центрам ответственности (созданным на предприятии центрам затрат, дохода, прибыли и инвестиций).

Управленческий учет строится индивидуально на каждом предприятии.

## 3. Нормативно-плановые показатели, связанные с финансовым развитием предприятия.

Эти показатели используются в процессе стратегического финансового анализа для изучения контролируемых показателей финансовой деятельности. Они формируются непосредственно на предприятии по следующим двум блокам:

- а) система внутренних нормативов, регулирующих финансовое развитие предприятия. В эту систему включаются нормативы отдельных видов активов

предприятия, нормативы соотношения отдельных видов активов и структуры капитала, нормы удельного расхода финансовых ресурсов и затрат и т.п.; б) система плановых показателей финансового развития предприятия. В состав показателей этого блока включается вся совокупность показателей текущих и оперативных финансовых планов всех видов.

Построение информационной системы стратегического анализа неразрывно связано с внедрением на предприятиях автоматизированных информационных технологий управления финансовой деятельностью. Применение таких технологий предполагает использование разнообразного программного обеспечения, современных средств вычислительной техники и связи, максимальное приближение терминальных устройств по накоплению, хранению и переработке информации к рабочим местам финансовых менеджеров.

Вместе с тем, следует учесть, что высокая степень автоматизации финансовой информационной системы усиливает риск снижения ее безопасности, повышает ее уязвимость по отношению к деструктивным воздействиям конкурентов и других заинтересованных лиц. В связи с этим, внедряя на предприятии автоматизированные информационные технологии управления финансовой деятельностью, необходимо обеспечивать соответствующие системы их защиты.

Использование всех представляющих интерес показателей, формируемых из внешних и внутренних источников, а также внедрение современных автоматизированных информационных технологий позволяет создать на каждом предприятии целенаправленную систему информационного обеспечения стратегического финансового анализа, ориентированного на комплексное исследование его стратегической финансовой позиции.

## Анализ фактора внешней финансовой среды

Анализ факторов внешней финансовой среды проводится отдельно в разрезе среды непрямого и непосредственного влияния.

I. Анализ факторов внешней финансовой среды непрямого влияния базируется на основном методе стратегического анализа — SWOT-анализе. Этот простой в использовании метод позволяет быстро оценить стратегическую финансовую позицию предприятия в основных ее контурах. В процессе анализа факторов финансовой среды этого вида выявляются внешние благоприятные возможности и угрозы для финансового развития предприятия, которые генерируются на макроуровне. К благоприятным относятся такие возможности, которые обеспечивают возрастание рыночной стоимости предприятия в процессе его стратегического финансового развития, а к угрозам — соответственно препятствия на пути этого возрастания.

Предварительным условием осуществления такого анализа является группировка факторов внешней финансовой среды непрямого влияния по отдельным признакам. В стратегическом финансовом анализе в этих целях используется принцип группировки факторов этого уровня, рассматриваемый в системе PEST-анализа (т.е. макроэкономических факторов).

Рассмотрим состав важнейших факторов системы PEST-анализа, которые играют наиболее важную роль в стратегическом развитии предприятия.

В политико-правовой среде основное влияние на развитие финансовой деятельности в стратегической перспективе оказывают формы и методы государственного регулирования финансового рынка, финансовой деятельности предприятия, денежного обращения в стране; политика государственной поддержки отдельных отраслей и сфер деятельности; государственная политика подготовки высо-



коквалифицированных специалистов; политика привлечения и защиты иностранных инвестиций; правовые аспекты регулирования процедур финансовой санации и банкротства предприятий; стандарты финансовой отчетности предприятий.

В экономической среде наиболее осязаемое влияние на стратегическое финансовое развитие предприятия оказывают темпы экономической динамики (измеряемые показателями валового внутреннего продукта и национального дохода); соотношение параметров потребления и накопления используемого национального дохода; темпы инфляции; система налогообложения юридических и физических лиц; скорость денежного обращения; динамика валютных курсов; динамика учетной ставки национального банка.

В социокультурной среде на развитие финансовой деятельности предприятия наибольшее влияние оказывают образовательный и культурный уровень трудоспособного населения; уровень подготовки специалистов в области финансовой деятельности в системе высшего образования; отношение населения к осуществляемым рыночным реформам.

В технологической среде наибольшее влияние на стратегическое финансовое развитие предприятия оказывают инновации в сфере технических средств управления, финансовых технологий и инструментов.

Состав наиболее важных факторов внешней финансовой среды непрямого влияния, подлежащих оценке в процессе стратегического финансового анализа в разрезе доминантных сфер (направлений) финансового развития предприятия, приведен в табл. 3.2.

В процессе оценки отдельных факторов финансовой среды непрямого влияния уровень их позитивного ("благоприятных возможностей") или негативного ("угроз") воздействия на стратегическое финансовое развитие предприятия оценивается обычно по пятибалльной системе (с обозначением благоприятных возможностей знаком "+", а угроз — знаком "—"). Такая факторная оценка проводится по каждому из сегментов отдельных доминантных сфер (направлений) стратегического финансового развития предприятия.

Таблица 3.2

Состав наиболее важных факторов внешней финансовой среды непрямого влияния, подлежащих оценке в процессе стратегического финансового анализа

Доминантные сферы (направления) стратегического финансового анализа	Факторы внешней финансовой среды непрямого влияния
1	2
I. Потенциал формирования финансовых ресурсов предприятия	1. Система налогообложения. 2. Нормы амортизационных отчислений. 3. Соотношение параметров потребления и накопления используемого национального дохода. 4. Учетная ставка национального банка. 5. Характер регулирования эмиссионной деятельности предприятий. 6. Характер государственной поддержки отдельных отраслей и сфер деятельности. 7. Государственная политика привлечения и защиты иностранных инвестиций.
II. Уровень эффективности инвестиций предприятия	1. Инвестиционный климат страны. 2. Динамика учетной ставки. 3. Темп инфляции. 4. Структурные сдвиги в экономике. 5. Государственная региональная экономическая политика.
III. Уровень финансовой безопасности предприятия	1. Темпы экономической динамики. 2. Формы и методы регулирования финансовой деятельности предприятий. 3. Характер государственной поддержки отдельных отраслей и сфер деятельности. 4. Темпы инфляции. 5. Динамика валютных курсов. 6. Характер государственного регулирования платежной дисциплины. 7. Характер государственного регулирования процедур финансовой санации и банкротства предприятий.

1	2
IV. Уровень качества управления финансовой деятельностью предприятия	1. Уровень подготовки финансовых специалистов в системе высшего образования. 2. Уровень корпоративной культуры в стране. 3. Стандарты финансовой отчетности предприятий. 4. Технический прогресс в сфере управления. 5. Технологический прогресс в сфере финансовой деятельности.

Учитывая, что часть факторов внешней финансовой среды непрямого влияния характеризуется высокой степенью неопределенности развития, система SWOT-анализа и PEST-анализа может дополняться оценкой методами сценарного (в вариантах "пессимистического", "реалистического" или "оптимистического" прогноза) или экспертного стратегического финансового анализа.

II. Анализ факторов внешней финансовой среды непосредственного влияния также базируется на SWOT-анализе. Предварительным условием осуществления стратегического финансового анализа по этому виду среды функционирования предприятия является группировка субъектов финансовых отношений с

предприятием, с одной стороны, и выделение основных факторов, влияющих на эффективность этих отношений в стратегическом периоде, с другой.

Как показывают результаты проведенного автором исследования, в процессе стратегического анализа факторов внешней финансовой среды непосредственного влияния Целесообразно выделять следующие шесть основных групп субъектов финансовых отношений с предприятием:

- поставщики сырья, материалов и полуфабрикатов;
- покупатели готовой продукции;
- кредиторы предприятия, предоставляющие различные формы финансового кредита;
- инвесторы — институциональные и индивидуальные;
- страховщики;
- финансовые посредники.

Учитывая то, что факторы этого вида финансовой среды носят преимущественно экономический характер, их группировка по системе PEST-анализа не осуществляется. Экономические факторы индивидуализируются с учетом особенностей финансовых отношений предприятия с вышеперечисленными контрагентами. Состав наиболее важных факторов внешней финансовой среды непосредственного влияния, подлежащих оценке в процессе стратегического финансового анализа в разрезе доминантных сфер (направлений) финансового развития предприятия, приведен в табл. 3.3.

Таблица 3.3

Состав наиболее важных факторов внешней финансовой среды непосредственного влияния, подлежащих оценке в процессе стратегического финансового анализа

Доминантные сферы (направления) стратегического финансового развития предприятия	Факторы внешней финансовой среды непосредственного влияния
1	2
I. Потенциал формирования финансовых ресурсов предприятия	1. Конъюнктура рынка ценных бумаг. 2. Конъюнктура кредитного рынка. 3. Существующая практика предоставления коммерческого кредита покупателям. 4. Состав кредитных продуктов коммерческих банков и небанковских финансовых институтов. 5. Кредитная политика коммерческих банков.

III. Уровень финансовой безопасности предприятия	1. Уровень стабильности коммерческих связей с покупателями продукции. 2. Конъюнктура страхового рынка. 3. Состав страховых продуктов страховых компаний. 4. Уровень развития рынка производных ценных бумаг.
IV. Уровень качества управления финансовой деятельностью предприятия	1. Уровень прозрачности финансового рынка. 2. Эффективность коммуникативных связей предприятия с контрагентами по финансовой деятельности. 3. Характер логистических связей предприятия с контрагентами в системе финансового рынка. 4. Возможность использования альтернативных финансовых инструментов в процессе осуществления отдельных видов финансовых операций.

Процедура оценки отдельных факторов финансовой среды непосредственного влияния аналогична оценке факторов финансовой среды непрямого влияния, рассмотренной ранее. Результаты оценки отдельных факторов рассматриваемой финансовой среды методами SWOT-анализа Дополняются при необходимости их оценкой методами портфельного (в разрезе портфелей отдельных операций с контрагентами), сценарного или экспертного стратегического финансового анализа. По результатам оценки важнейших факторов внешней финансовой среды составляется "матрица возможностей и Угроз". Пример составления такой матрицы по одному из сегментов стратегического финансового анализа представлен в табл. 3.4.

Таблица 3.4

Примерная форма разработки матрицы возможностей и угроз, генерируемых факторами внешней финансовой среды непрямого влияния

Доминантные сферы и сегменты стратегического финансового развития предприятия	Возможности развития		Угрозы развитию	
	Наименование фактора	Оценка влияния	Наименование фактора	Оценка влияния
I. Потенциал формирования финансовых ресурсов предприятия 1.1. Потенциал формирования собственных финансовых ресурсов из внутренних источников И т.д.	1. Снижение ставок налогообложения прибыли по операционной деятельности 2. Возрастающие нормы амортизации основных средств	+3 + 1	1. Отмена налоговых льгот по операционной деятельности	-2

## Особенности исследования конъюнктуры финансового рынка

Соотношение объема спроса и предложения, а также уровня цен на финансовые инструменты постоянно меняются на финансовом рынке в целом, отдельных его видах и сегментах. Это общее состояние динамики отдельных элементов финансового рынка представляет собой чрезвычайно сложное экономическое явление, поскольку оно формируется под влиянием множества разнородных и разнонаправленных внутрирыночных и макроэкономических факторов.

В то же время каждому предприятию, выступающему на финансовом рынке в роли как покупателя, так и продавца отдельных финансовых инструментов, важно знать, на какую степень активности финансового рынка в целом, отдельных его видов и сегментов ему следует ориентироваться при разработке финансовой стратегии и финансовой политики, выборе источников привлечения финансовых ресурсов, формировании портфеля финансовых инвестиций и т.п. Если предстоящий характер финансового рынка в рамках тех сегментов, в которых предприятие намеревается осуществлять свою финансовую деятельность, определен неправильно, неизбежны просчеты в выборе направлений финансовых операций и конкретных финансовых инструментов, снижение эффективности финансовой деятельности, а в отдельных случаях — ощутимая потеря капитала, приводящая к банкротству.

Степень активности финансового рынка в разрезе отдельных его видов и сегментов, соотношение отдельных его элементов — объема спроса и предложения, уровня цен на отдельные финансовые инструменты — определяются путем 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 видах и сегментах.

Динамика конъюнктуры финансового рынка характеризуется постоянной колеблемостью отдельных его элементов. Эти колебания носят разный характер, принимают различные формы и классифицируются по следующим основным признакам (рис. 3.9).

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.

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

ФОРМЫ КОЛЕБАНИЙ КОНЪЮНКТУРЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА
ПО МАСШТАБУ КОЛЕБАНИЙ КОНЪЮНКТУРЫ
Колебания конъюнктуры финансового рынка в целом
Колебания конъюнктуры отдельных видов финансовых рынков
Колебания конъюнктуры в отдельных сегментах финансового рынка
Колебания конъюнктуры по отдельным финансовым инструментам
ПО СТАДИЯМ КОНЪЮНКТУРНОГО ЦИКЛА
Подъем конъюнктуры
Конъюнктурный бум
Ослабление конъюнктуры
Конъюнктурный спад
ПО ПРОДОЛЖИТЕЛЬНОСТИ КОЛЕБАНИЙ КОНЪЮНКТУРЫ
Сверхкраткосрочные колебания конъюнктуры
Краткосрочные колебания конъюнктуры
Среднесрочные колебания конъюнктуры
Долгосрочные колебания конъюнктуры

Рисунок 3.9. Классификация форм колебаний конъюнктуры финансового рынка по основным признакам.

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) Подъем конъюнктуры связан с повышением активности рыночных процессов в связи с оживлением экономики в целом. Проявление подъема конъюнктуры характеризуется ростом объема 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 подъема 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 инвесторов, 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, объема 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 необходимо систематически исследовать состояние его конъюнктуры для формирования эффективной финансовой стратегии, разработки финансовой политики по отдельным аспектам, принятия экономически обоснованных стратегических решений. Это исследование 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 ее 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 расчет 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 трем этапам:

а) выбор периода прогнозирования. Различают краткосрочный (до одного месяца), среднесрочный (на несколько предстоящих месяцев) и долгосрочный (до двух лет) прогноз конъюнктуры финансового рынка;

б) определение глубины прогнозных расчетов. Эта глубина определяется целями финансовой деятельности и связана с соответствующей углубленной сегментацией финансового рынка (рынка ценных бумаг; рынка депозитных инструментов; кредитного рынка и т.п.);

в) выбор методов прогнозирования и осуществления прогнозных расчетов.

Прогнозирование конъюнктуры финансового рынка осуществляется в современных условиях двумя основными группами методов — "техническим" (как его аналог используются термины "прикладной" или "трендовый") и "фундаментальным" (как его аналог используется термин "факторный"). Метод технического анализа основан на распространении выявленной в процессе предшествующего исследования конъюнктурной тенденции изменения уровня цен на предстоящий период (с учетом 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.

I. Исследование конъюнктуры финансового рынка методами технического анализа получило наибольшее распространение в отечественной практике. 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 — объема спроса, уровня цен и т.п. подвержена определенным 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 применен как для анализа, так и для прогнозирования его конъюнктуры.

Основу аналитического аппарата технического анализа составляет построение и интерпретация графиков динамики уровня цен и объемов продажи отдельных видов финансовых инструментов. В процессе технического анализа используются следующие виды графиков (рис. 3.10).

1. Линейный график динамики. Это наиболее простой вид графика, отражающий только одно значение изучаемого показателя, например, минимальный уровень цен на финансовый инструмент 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 дает возможность учета 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 дает наиболее общее представление о динамике изучаемого показателя и изменении его трендов.

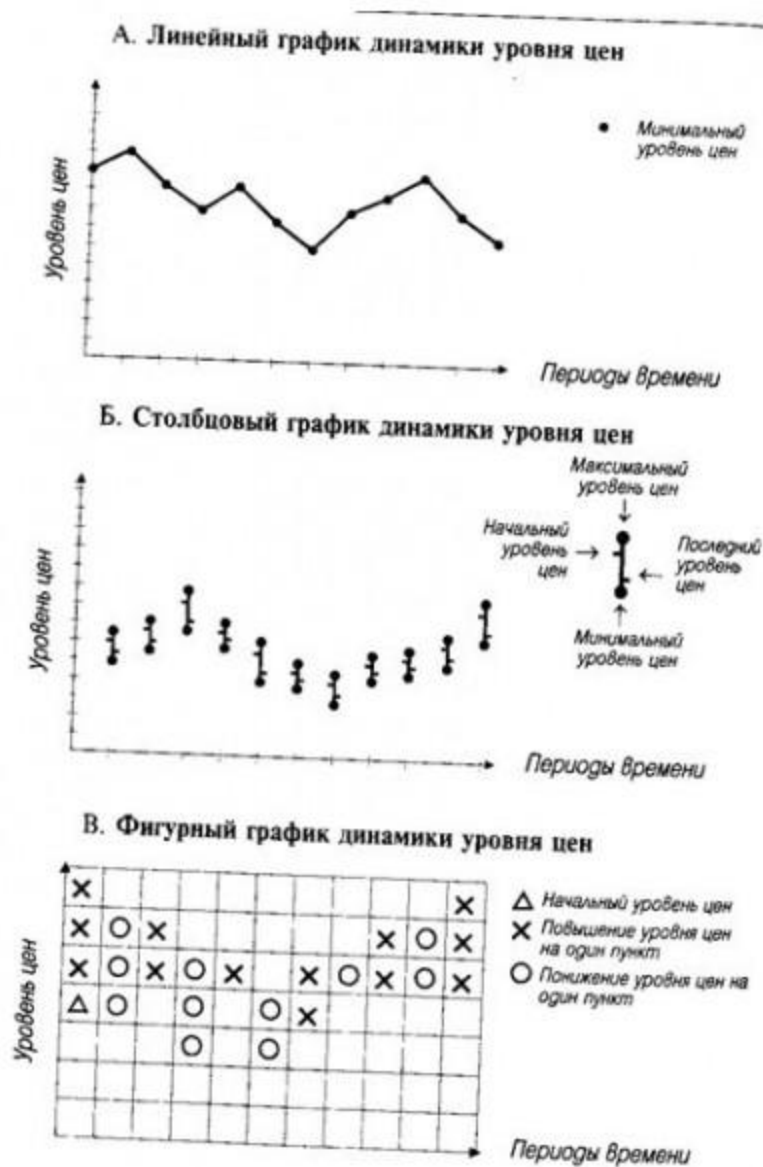


Рисунок 3.10. Основные виды графиков, используемые в техническом анализе.

В этом графике горизонтальная ось времени отсутствует, а сетка координат фиксирует лишь изменение показателя в определенном 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 "А"). По отношению к нему обозначаются затем изменения уровня в сторону его повышения (обозначаемые по каждому шагу знаком "X") или понижения (обозначаемые по каждому шагу знаком "O"). При этом каждая колонка в сетке координат отражает лишь одну тенденцию наблюдаемого показателя — повышательную или понижающую; 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 объема накопленной информации и задач анализа конъюнктуры рынка выделяют краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные тенденции изменения наблюдаемого показателя. Пример определения характера тенденции показателя уровня цен по результатам составленного столбцового графика приведен на рис. 3.11.

Как видно из рисунка, наблюдение за динамикой уровня цены на определенный финансовый инструмент в среднесрочном периоде позволяет выявить в целом повышательную его тенденцию (тенденцию роста). В то же время в рамках этой среднесрочной тенденции в анализируемом периоде можно наблюдать три краткосрочные тенденции — две повышательные и одну понижающую.

2. Определить "точки перелома" тенденции. Под точками перелома тенденции понимаются максимальные или минимальные значения наблюдаемого показателя, после которых тенденция изменяется на противоположную. Пример определения точек перелома тенденции показателя уровня цены финансового инструмента по результатам составленного линейного графика приведен на рис. 3.12.

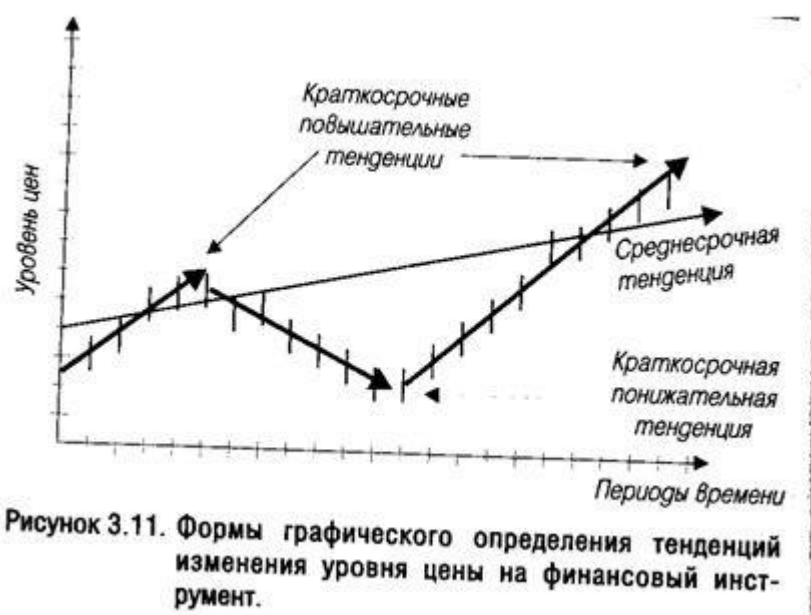


Рисунок 3.11. Формы графического определения тенденций изменения уровня цены на финансовый инструмент.

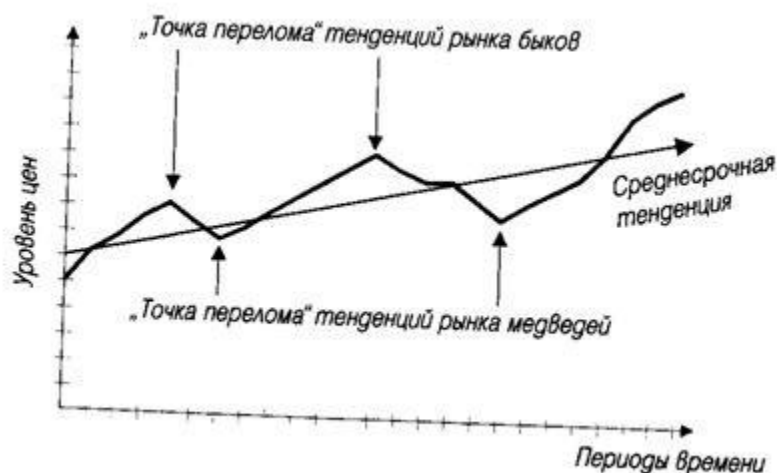


Рисунок 3.12. формы графического определения „точек перелома“ тенденций рынка быков и медведей.

Как видно из приведенного рисунка "точки перелома" бычьего рынка на графике определяются по максимальному уровню цен в коротком периоде, в то время как "точки перелома" медвежьего рынка — соответственно по минимальному уровню цен в коротком периоде. В рамках долгосрочной тенденции система точек перелома тенденции дополняется и пиковыми (максимальными и минимальными) уровнями цен по каждой среднесрочной тенденции.

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. Пример определения уровней поддержки и сопротивления цены финансового инструмента по результатам составленных линейного и фигурного графиков приведен на рис.3.13.



Рисунок 3.13. Формы графического определения уровня поддержки и уровня сопротивления цены.

Как видно из приведенного рисунка уровень поддержки и уровень сопротивления цены на обоих видах графиков просматривается довольно четко. В рамках этих Уровней осуществляются краткосрочные колебания наблюдаемого показателя. Выход за пределы уровня сопротивления или уровня поддержки характеризует "точку прорыва" (на графике она "прорвала" уровень сопротивления цены). Обычно прорыв уровня сопротивления или уровня поддержки краткосрочных периодов является предвестником изменения тенденции среднесрочного периода (в рамках долгосрочной тенденции).

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. Пример определения разрывов уровня цены финансового инструмента по результатам составленного столбцового графика приведен на рис. 3.14.

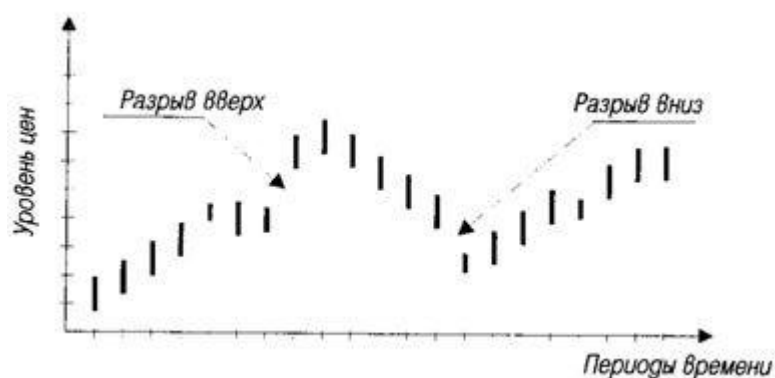


Рисунок 3.14. Формы графического определения разрывов уровня цены финансового инструмента в среднесрочном периоде.

В теории технического анализа выделяют различные виды разрывов (ускоряющий, замедляющий, опережающий, островной, окончательный и другие), каждый из ко-



торых позволяет определить направления и степень интенсивности изменения тенденции наблюдаемого показателя. Однако следует иметь в виду, что разрыв любого вида является надежным индикатором изменения тенденции только при условии высокой ликвидности финансового инструмента на рынке и достаточно ощутимых объемов его реализации в рассматриваемом периоде.

В связи с этим, большое значение в теории технического анализа придается построению графиков не по двум параметрам (уровень цены — время), а по трем (уровень цены — объем продаж — время). Это обусловлено тем, что продолжительные наблюдения за комплексом этих показателей, показали, что их тенденции позволяют заранее предопределять точки перелома рынка. С этих позиций рассматриваются три принципиальных сочетания тенденций уровня цены и объема реализации определенного финансового инструмента (рис. 3.15).

- Рост цены сопровождается увеличением объема реализации. Такое сочетание тенденций свидетельствует о нормальном развитии рынка и отвечает основному принципу технического анализа: "цена должна следовать за объемом реализации". Аналогичное сочетание тенденций справедливо не только для повышательной, но и для понижательной тенденции этих двух показателей.
  - Рост цены сопровождается снижением объема реализации. Такая динамика рассматриваемых показателей является предвестником перелома тенденции с рынка быков на рынок медведей (т.е. предстоящего снижения уровня цен на рассматриваемый финансовый инструмент).
  - Снижение цены сопровождается ростом объема реализации. Такая динамика рассматриваемых показателей также сигнализирует о предстоящем переломе тенденции в обратном направлении — с рынка медведей на рынок быков (т.е. о предстоящем возрастании уровня цен на рассматриваемый финансовый инструмент).
- Выводы технического анализа используются не только для исследования текущей конъюнктуры финансового рынка, но и для ее прогнозирования. Прогнозный аппарат технического анализа базируется на отдельных теориях этого прогнозирования, среди которых наибольшее распространение получили: теория Доу; теория волн Эллиотта; теория скользящей средней и некоторые другие.

1. Теория Доу рассматривается как наиболее известная прикладная концепция технического анализа, направленная на прогнозирование развития фондового рынка в целом. В основе прогноза этого развития лежит динамика промышленного и транспортного индексов Доу-Джонса.

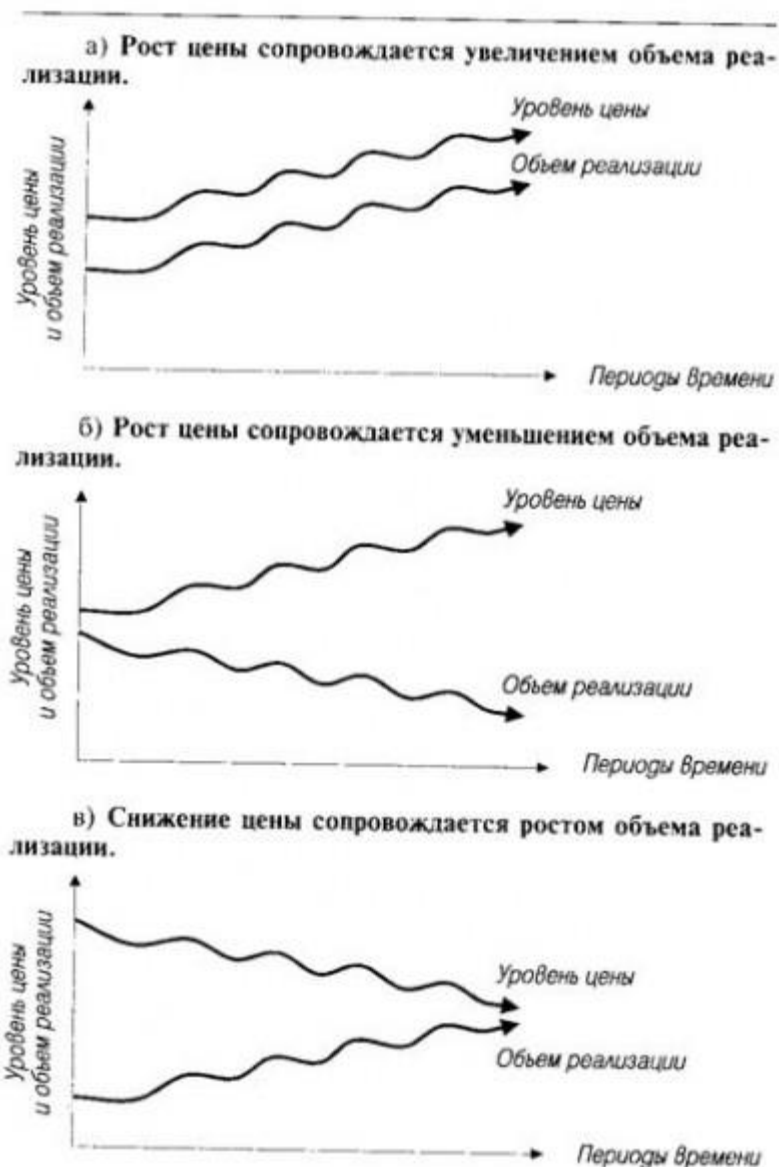


Рисунок 3.15. Принципиальные формы сочетания тенденций уровня цены и объема реализации определенного финансового инструмента.

В соответствии с принципами этой теории динамика цен на рынке характеризуется колебаниями трех видов: а) ежедневными (а иногда и ежечасными) колебаниями, которые с позиций прогнозирования рассматриваются как абсолютно несущественные; б) еженедельными (в пределах нескольких месяцев) колебаниями, которые в процессе прогнозирования могут учитываться лишь как промежуточные, не выявляющие основной тенденции развития; в) долгосрочными (в пределах от нескольких месяцев до 1-2 лет) колебаниями, которые и представляют основную тенденцию при прогнозировании развития рынка.

В пределах основной тенденции, которая может носить как повышающийся, так и понижающийся характер, в соответствии с теорией Доу должны моделироваться промежуточные колебания, которые должны воспроизводить от одной до двух третей фактического пути основной тенденции в предшествующем периоде. Если в рамках основной повышающейся тенденции каждый новый максимальный уровень цены превышал значение предыдущего и в дальнейшем опускался до значения ниже минимального предшествующего, такой размах колебаний всегда должен обуславливать соответствующий перелом тенденции с возрастающей на понижающуюся (в рамках аналогичного прогнозного интервала). И наоборот — если в рамках основной понижающейся тенденции новый минимальный уровень цены был

больше предыдущего его уровня, а последующий ее рост колеблется в большем диапазоне, такой размах колебаний будет вызывать соответствующий перелом тенденции с понижающейся на возрастающую. Новые основные тенденции будут действовать до тех пор, пока оба индекса не начнут менять характер своей промежуточной динамики.

Таким образом, теория Доу позволяет прогнозировать среднесрочные изменения конъюнктуры финансового рынка в рамках выявленной основной тенденции.

2. Теория волн Эллиотта, так же как и теория Доу, базируется на графическом изучении колебания уровня цен на финансовые инструменты с последующим их прогнозированием на основе предложенных моделей. Согласно этой теории динамика цен на отдельные финансовые инструменты при ее снижении или росте характеризуется пятью основными этапами, которые можно представить в виде трех волн. После прохождения ценой всех пяти этапов и достижения минимальной или максимальной точек последней волны следует ожидать перелома ее тенденции.

В соответствии с теорией Эллиотта все волны цен предварительно классифицируются в зависимости от общей тенденции их динамики на восходящие (состоящие из трех этапов возрастания цены и двух этапов ее снижения) и нисходящие (состоящие из трех этапов ее снижения и двух этапов ее роста). В рамках каждой из этих видов волн выделяются отдельные их типы или структуры (каждый из этих типов волн характеризуется определенными отличительными графическими признаками и условиями возникновения). График различных видов волн Эллиотта представлен на рис. 3.16.

Рассматривая приведенный рисунок следует иметь в виду, что график каждой волны характеризует цикл движения уровня цен на финансовый инструмент лишь в среднесрочном периоде. При этом каждый из этих волновых циклов — восходящий или нисходящий — после его завершения меняет направление волны на противоположное. Поэтому длительные колебания уровня цен (т.е. их движение в долгосрочном периоде) состоят из последовательно меняющих свое направление отдельных волновых циклов (рис. 3.17).

Выявленные в процессе графического анализа типы ценовых волн и последовательность их сменяемости в рамках долгосрочных колебаний уровня цены позволяют осуществлять прогнозирование этого показателя на следующий среднесрочный период.

3. Теория скользящей средней является одной из наиболее современных в системе прогнозного аппарата технического анализа. Эта теория позволяет дополнить графические методы анализа динамики уровня цен соответствующими математическими расчетами их тренда.

Основным принципом теории скользящей средней является сглаживание конкретных значений уровня цен в процессе графического их анализа в рамках определенных интервалов времени. Для анализа колебания уровня цен в среднесрочном периоде их скользящее среднее значение рассчитывается в рамках недельного интервала, а в среднесрочном периоде — в рамках одно-двухмесячного интервала. При расчете скользящей средней используются формулы среднеарифметической взвешенной, среднеарифметической экспоненциальной, средней хронологической и других алгоритмов вычисления средних значений в динамике.



Рисунок 3.16. Основные виды и типы (структуры) ценовых волн Эллиотта.

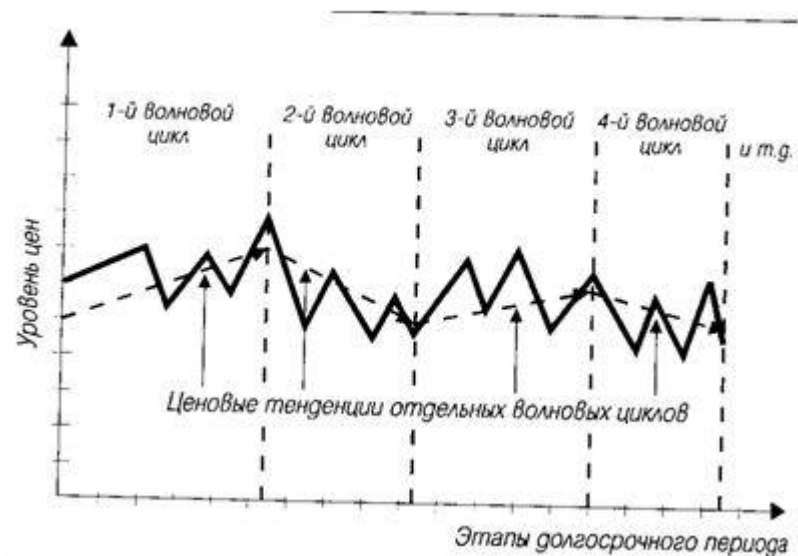


Рисунок 3.17. Динамика ценовых волн Эллиотта в долгосрочном периоде.

Слаженные показатели динамики уровня цен позволяют нивелировать нетипичные (случайные) экстремальные их значения в процессе графического анализа и строить более наглядную тенденцию их измерения. При этом в целях сопоставления ценовые графики динамики могут отражать тенденции, полученные по результатам расчетов средних значений различными методами.

В процессе анализа графиков скользящей средней основное внимание уделяется выявлению точек перелома тенденции изменения уровня цены по рассматриваемому финансовому инструменту как в среднесрочном, так и в долгосрочном периоде. Выявленные в процессе такого графического анализа закономерности ценовой динамики используются затем в процессе прогнозирования уровня цен в предстоящем среднесрочном периоде.

Характеризуя методический аппарат технического анализа в целом необходимо отметить, что несмотря на его простоту и универсальность он не позволяет получить достаточно достоверные прогнозные данные, особенно в условиях нестабильного экономического развития и меняющейся финансовой среды, характерных для нашей страны на современном этапе.

Поэтому прогнозные результаты, полученные на основе использования методов технического анализа, должны быть уточнены с учетом предстоящего изменения основных факторов, влияющих на конъюнктуру финансового рынка в целом, отдельных его видов и сегментов.

II. Исследование конъюнктуры финансового рынка методами фундаментального анализа является более надежным, хотя его сложность и относительно высокая стоимость 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.).
6. Сравнительный анализ финансовых и инвестиционных качеств отдельных финансовых инструментов и соответственное прогнозирование динамики уровня цен на них.

Фундаментальный (или как его еще 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 ее смены в предстоящем периоде; динамика валового внутреннего продукта; динамика национального дохода и пропорций его распределения на потребление и накопление; динамика объема доходов государственного бюджета и размера бюджетного дефицита; тенденции и объемы эмиссии денег; уровень денежных доходов населения; объем депозитных и сберегательных вкладов населения; индекс (или темп) инфляции; уровень учетной ставки центрального банка и другие.

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 объема продукции; среднеотраслевой индекс цен; среднеотраслевой уровень рентабельности активов и собственного капитала; уровень коммерческого и финансового риска, характерный для отрасли и другие.

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.

К числу основных из факторов этой группы, 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. Внутрирыночные 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: объем спроса и предложения на финансовом рынке; динамика фактического объема сделок на рынке; динамика уровня цен на основные финансовые инструменты; емкость финансового рынка (расчетный показатель потенциально возможного объема 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 основных индикаторов финансового рынка в отчетном 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, заемщиков, страхователей и других категорий участников с целью выявления объема 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 заемного капитала, уровень кредитоспособности и платежеспособности покупателей финансовых инструментов и эмитентов, уровень финансового равновесия их экономического развития и другие.



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 придается таким факторам, как ликвидность отдельных финансовых инструментов, объемы 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 (рис. 3.18).

ОСНОВНЫЕ МЕТОДЫ ПРОГНОЗИРОВАНИЯ КОНЪЮНКТУРЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА НА ОСНОВЕ ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО АНАЛИЗА
1. Метод прогнозирования „сверху-вниз“
2. Метод прогнозирования „снизу-вверх“
3. Вероятностный метод прогнозирования
4. Метод экономического моделирования
5. Метод моделирования финансовых коэффициентов
6. Метод объектно-ориентированного моделирования

Рисунок 3.18 Система основных методов фундаментального анализа, используемых при прогнозировании конъюнктуры финансового рынка.

Метод прогнозирования "сверху-вниз" предусматривает осуществление прогнозных расчетов в направлении от общего к частному. В процессе осуществления таких прогнозных расчетов 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 расчетов определяются вероятные параметры обращения на рынке конкретных видов финансовых инструментов. Базой каждого последующего этапа прогнозирования (при его следовании "вниз") являются результаты прогнозных расчетов, осуществленных 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 трудоемким.

- Метод прогнозирования "снизу вверх" предусматривает осуществление прогнозных расчетов в обратной последовательности. Примером осуществления таких расчетов вначале является 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 расчеты осуществляются без достаточного учета 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".

- Вероятностный метод прогнозирования осуществляется в условиях недостатка исходной информации, особенно характеризующей предстоящую динамику макроэкономических факторов. В этом случае прогнозирование отдельных показателей конъюнктуры финансового рынка на всех его уровнях носит многовариантный характер в диапазоне от оптимистической до пессимистической оценки возможного развития отдельных факторных показателей. Такой метод прогнозирования конъюнктуры финансового рынка, используемый в фундаментальном анализе, дает возможность определить диапазон колебаний отдельных ее 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 создает достаточно надежную информационную базу для оценки возможных финансовых рисков — как систематического, так и несистематического.

- Метод эконометрического моделирования прогнозируемых показателей конъюнктуры финансового рынка или отдельных финансовых инструментов основан на построении индивидуальных эконометрических (экономико-математических) моделей, как правило, многофакторных. В этих целях 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 искомых прогнозных результатов. Современная практика использует большое многообразие эконометрических моделей прогнозирования, применяемых в фундаментальном анализе для различных его целей и показателей.

- Метод моделирования финансовых коэффициентов используется в основном для прогнозирования показателей развития отдельных участников финансового рынка. Система таких коэффициентов, рассмотренная ранее, позволяет оценить финансовую устойчивость, платежеспособность, рентабельность и другие стороны предстоящей финансовой деятельности конкретного предприятия. В этих случаях для расчета 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.).

- 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 затем, подставляя в нее соответствующие исходные плановые данные получать искомые результаты прогноза. Метод объектно-ориентированного моделирования, используемый в фундаментальном анализе, дает возможность осуществления многовариантных прогнозных расчетов.

Использование в сочетании методического аппарата фундаментального и технического анализа создает предпосылки для осуществления надежных прогнозов конъюнктуры финансового рынка на различных его уровнях.

# Комплексная оценка до стратегической финансовой позиции предприятия

Комплексная оценка стратегической финансовой позиции предприятия интегрирует результаты анализа всех видов финансовой среды его функционирования. Осуществление такой оценки позволяет:

четко идентифицировать основные особенности осуществления финансовой деятельности на данном предприятия, определить его "финансовое лицо"; оценить достигнутые результаты управления финансовой деятельностью предприятия;

выявить проблемные зоны в финансовом развитии предприятия и системе управления его финансовой деятельностью;

объективно оценить возможности предстоящего финансового развития предприятия с учетом факторов внешней и внутренней среды;

зафиксировать стартовые позиции стратегических финансовых инициатив предприятия.

Модель стратегической финансовой позиции предприятия базируется на результатах оценки отдельных факторов в процессе 8\ЮТ-анализа и SNW-анализа (с углублением отдельных оценок в процессе использования других методов стратегического 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.

Форма модели стратегической финансовой позиции предприятия представлена в табл. 3.7.

На заключительном этапе стратегического финансового анализа по результатам модели стратегической финансовой позиции предприятия устанавливаются взаимосвязи Между отдельными факторами внешней и внутренней среды. Для установления таких взаимосвязей может быть ис-

Таблица 3.7

Форма модели стратегической финансовой позиции предприятия

Доминантные сферы и сегменты стратегического финансового развития предприятия	Сильная позиция	Нейтральная позиция	Слабая позиция	Возможности	Угрозы
<p>I. Потенциал формирования финансовых ресурсов предприятия</p> <p>1.Потенциал формирования собственных финансовых ресурсов из внутренних источников</p> <p>2.Потенциал формирования собственных финансовых ресурсов из внешних источников</p> <p>3.Потенциал привлечения заемных финансовых ресурсов.</p> <p>II. Уровень эффективности инвестиций предприятия</p> <p>1.Уровень эффективности инвестиций по предприятию в целом.</p> <p>2.Уровень эффективности отдельных направлений инвестирования.</p> <p>3.Уровень эффективности инвестирования в отраслевом и региональном разрезе.</p> <p>4.Уровень эффективности отдельных инвестиционных проектов (инструментов)</p>					

Доминантные сферы и сегменты стратегического финансового развития предприятия	Сильная позиция	Нейтральная позиция	Слабая позиция	Возможности	Угрозы
III. Уровень финансовой безопасности предприятия. 1. Уровень платежеспособности. 2. Уровень финансовой устойчивости. 3. Уровень финансовых рисков и эффективности их нейтрализации. 4. Уровень сбалансированности и синхронности денежных потоков. 5. Возможность эффективного осуществления финансовой санации в условиях кризисного развития. IV. Уровень качества управления финансовой деятельностью предприятия. 1. Уровень квалификации финансовых менеджеров. 2. Полнота и широта информационной базы принятия финансовых решений. 3. Уровень использования финансовыми менеджерами современных технических средств, прогрессивных финансовых технологий и					
инструментов. 4. Эффективность организационной структуры управления финансовой деятельностью. 5. Уровень организационной культуры финансовых менеджеров.					

пользована следующая матрица возможных стратегических направлений финансового развития предприятия (рис. 3.19).

		Позиция внутренней среды		
		„Сильная“	„Нейтральная“	„Слабая“
Влияние финансовой среды	Благоприятные возможности	Ф-1 „Сила и возможности“	Ф-2 „Стабильность и возможности“	Ф-3 „Слабость и возможности“
	Угрозы	Ф-4 „Сила и угрозы“	Ф-5 „Стабильность и угрозы“	Ф-6 „Слабость и угрозы“

Рисунок. 3.19. Матрица возможных стратегических направлений финансового развития предприятия.

Комбинации влияния отдельных факторов внешней и внутренней финансовой среды дают возможность дифференцировать возможные стратегические направления финансового развития предприятия с учетом его стратегической финансовой позиции.

Квадрант Ф-1 "Сила и возможности" характеризует возможность предприятия осуществлять наступательную агрессивную финансовую стратегию, в частности, активно поддерживать базовую корпоративную стратегию "ускоренного роста". Квадрант Ф-2 "Стабильность и возможности" также характеризует возможность осуществления наступательной

агрессивной финансовой стратегии, направленной на усиление основных финансовых позиций предприятия за счет факторов внешней финансовой среды.

Такая финансовая стратегия предприятия совместима с такими базовыми корпоративными его стратегиями, как "ускоренный рост" и "ограниченный рост".

Квадрант Ф-3 "Слабость и возможности" определяет необходимость осуществления умеренной финансовой стратегии, в процессе которой слабости внутренней финансовой позиции предприятия будут преодолеваются за счет благоприятных возможностей внешней среды. Этот вид финансовой стратегии в наибольшей степени совместим с базовой корпоративной стратегией "ограниченный рост".

Квадрант Ф-4 "Сила и угрозы" позволяет предприятию избирать как наступательную, так и умеренную финансовую стратегию (в зависимости от степени угроз), в процессе которой отдельные внешние угрозы могут нейтрализоваться за счет сильного внутреннего финансового потенциала предприятия. Соответственно такая финансовая стратегия может служить поддержкой таким базовым корпоративным стратегиям, как "ускоренный рост" или "ограниченный рост".

Квадрант Ф-5 "Стабильность и угрозы" в зависимости от степени угроз позволяет предприятию осуществлять умеренную либо консервативную оборонительную финансовую стратегию, направленную на преодоление неблагоприятных факторов внешней финансовой среды. Эти варианты финансовой стратегии предприятия в наибольшей степени совместимы с такими базовыми корпоративными стратегиями как "ограниченный рост" или "сокращение (сжатие)".

Квадрант Ф-6 "Слабость и угрозы" ориентирует предприятие на выбор исключительно оборонительной антикризисной финансовой стратегии, в наибольшей степени корреспондирующей с базовой корпоративной стратегией "сокращение (сжатие)".

С учетом возможностей стратегической финансовой позиции предприятия осуществляются формулировка стратегических финансовых целей и обоснование соответствующих стратегических решений.



# Понятие стратегических целей финансовой деятельности предприятия и принципы их формирования

Стратегическое управление финансовой деятельностью предприятия носит целевой характер, т.е. предусматривает постановку и достижение определенных целей. Будучи четко выраженными, стратегические цели становятся мощным средством повышения эффективности финансовой деятельности в долгосрочной перспективе, ее координации и контроля, а также базой для принятия управленческих решений по всем основным направлениям финансового развития предприятия.

Стратегические цели финансовой деятельности предприятия представляют собой описанные в формализованном виде желаемые параметры его конечной стратегической финансовой позиции, позволяющие направлять эту деятельность в долгосрочной перспективе и оценивать ее результаты.

Формирование стратегических целей финансовой деятельности представляет собой объективно-субъективный процесс. Объективная природа этого процесса состоит в том, что формируемые стратегические цели отражают объективные требования, предъявляемые к финансовой деятельности предприятия со стороны его внешней и внутренней финансовой среды, отраженные в стратегической финансовой позиции. Субъективная природа этого процесса заключается в том, что они опираются на конкретную финансовую философию, исповедуемую собственниками и главными финансовыми менеджерами, и формулируются ими с учетом собственных интересов. Стратегические финансовые цели служат исходным базисом долгосрочного финансового планирования, лежат в основе принятия всех стратегических управленческих решений, являются ориентиром стратегических преобразований финансовой деятельности и контроля за их осуществлением. Формирование стратегических целей финансовой деятельности должно отвечать определенным требованиям, основными из которых являются (рис. 4.1):

ТРЕБОВАНИЯ К ФОРМИРОВАНИЮ СТРАТЕГИЧЕСКИХ ФИНАНСОВЫХ ЦЕЛЕЙ	
1.	Подчиненность главной цели функционирования предприятия
2.	Ориентация на высокий результат финансовой деятельности
3.	Реальность (достижимость)
4.	Измеримость
5.	Однозначность трактовки
6.	Научная обоснованность
7.	Взаимоподдержка
8.	Гибкость

Рисунок 4.1. Основные требования, предъявляемые к формированию стратегических финансовых целей предприятия.

1. Подчиненность главной цели функционирования предприятия. Стратегические цели финансовой (как и других) видов деятельности должны базироваться на главной цели функционирования предприятия, отраженной в его миссии. Миссия характеризует целевые ориентиры предприятия, отражающие общую нацеленность задач его деятельности и основные устремления этой деятельности в долгосрочной перспективе. Она не несет в себе конкретных указаний относительно того, какие цели должно ставить перед собой предприятие по отдельным видам своей деятельности и в какие сроки их осуществлять, а задает лишь основные направления движения предприятия и характеризует его отношение к процессам, протекающим в его внутренней и внешней среде. Система стратегических Целей финансовой

деятельности формируется в поддержку этой главной цели функционирования предприятия.

2. Ориентация на высокий результат финансовой деятельности. Каждая из стратегических целей должна носить стимулирующий характер для финансовых менеджеров, вызывать стремление к их достижению, обеспечивать наиболее полное использование финансового потенциала предприятия.

3. Реальность (достижимость). Хотя в основе разработки стратегических финансовых целей лежит идеальное представление или желаемый образ будущей стратегической финансовой позиции предприятия, их необходимо сознательно ограничивать по критерию реальной достижимости с учетом факторов внешней финансовой среды и внутреннего финансового потенциала.

4. Измеримость. Каждая из формируемых стратегических финансовых целей должна быть выражена в конкретных показателях. Реализация этого требования в процессе формирования стратегических целей позволяет использовать их в системе планирования (нормирования) основных параметров финансовой деятельности, дифференцировать по отдельным интервалам стратегического периода, применять в качестве критериев оценки результатов реализации финансовой стратегии предприятия.

5. Однозначность трактовки. Каждая из стратегических финансовых целей должна однозначно и ясно восприниматься всеми финансовыми менеджерами, связанными с ее реализацией. Это требование обеспечивается четким установлением стратегического периода (или отдельными его интервалами), дифференциацией по различным объектам стратегического управления, сопоставимой системой единиц измерения количественных значений и другими факторами, обеспечивающими ясность восприятия стратегических целей.

6. Научная обоснованность. В процессе формирования стратегических финансовых целей должны быть учтены объективные экономические законы, определяющие условия осуществления финансовой деятельности предприятий и ее эффективность; использован современный методологический аппарат реальной оценки отдельных результатов этой деятельности; определена система взаимосвязей - и взаимозависимости отдельных целей.

7. Поддержка. Система стратегических финансовых целей должна быть выстроена таким образом, чтобы реализация одних из этих целей обеспечивала бы успешную реализацию других. В этих целях необходимо ранжировать все стратегические цели по уровню их приоритетности, подразделяя их на прямые и поддерживающие в общей иерархии.

8. Гибкость. Это требование определяет возможность корректировки системы стратегических финансовых целей в целом или отдельных количественных параметров каждой из них под воздействием изменения факторов внешней финансовой среды или параметров внутреннего финансового потенциала. Внешняя гибкость системы стратегических целей должна обеспечивать минимизацию негативного воздействия отдельных факторов на эффективность финансовой деятельности или быструю реализацию новых финансовых возможностей, а внутренняя их гибкость — быструю маневренность в использовании финансового потенциала предприятия (в первую очередь, собственных инвестиционных ресурсов). Формирование стратегических целей финансовой деятельности требует предварительной их классификации по определенным признакам. С позиций финансового менеджмента эта классификация стратегических целей строится по следующим основным признакам (рис. 4.2).

1. По видам ожидаемого эффекта стратегические цели финансовой деятельности предприятия подразделяются на экономические и внеэкономические. Экономические цели финансовой стратегии прямо связаны с ростом стоимости предприятия или достижением иных экономических результатов финансовой деятельности в рассматриваемой перспективе.

Внеэкономические цели финансовой стратегии связаны с решением социальных задач, обеспечением экологической безопасности, повышением статуса и репутации предприятия и т.п. Хотя реализация этих стратегических целей не связана прямо с ростом стоимости предприятия, их косвенное влияние на формирование этой стоимости может быть довольно ощутимым.

2. По приоритетному значению стратегические цели финансовой деятельности подразделяются следующим образом:

Главная стратегическая цель финансовой деятельности. Как правило, она тождественна главной цели финансового менеджмента. Вместе с тем, ее формулировка может носить более развернутый характер с учетом особенностей финансовой деятельности конкретного предприятия.

КЛАССИФИКАЦИЯ СТРАТЕГИЧЕСКИХ ЦЕЛЕЙ ФИНАНСОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ
ВИДАМ ОЖИДАЕМОГО ЭФФЕКТА
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Экономические цели финансовой стратегии</li> <li>• Внеэкономические цели финансовой стратегии</li> </ul>
ПО ПРИОРИТЕТНОМУ ЗНАЧЕНИЮ
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Главная стратегическая цель</li> <li>• Основные стратегические цели</li> <li>• Вспомогательные стратегические цели</li> </ul>
ПО ДОМИНАНТНЫМ СФЕРАМ (НАПРАВЛЕНИЯМ) ФИНАНСОВОГО РАЗВИТИЯ
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Цели роста потенциала формирования финансовых ресурсов</li> <li>• Цели повышения эффективности инвестиций предприятия</li> <li>• Цели повышения уровня финансовой безопасности предприятия</li> <li>• Цели повышения качества управления финансовой деятельностью</li> </ul>
ПО НАПРАВЛЕННОСТИ ДЕЙСТВИЯ
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Цели, поддерживающие тенденции развития</li> <li>• Цели, направленные на преодоление внешних угроз</li> <li>• Цели, направленные на преодоление слабых внутренних позиций</li> </ul>
ПО ОБЪЕКТАМ СТРАТЕГИЧЕСКОГО УПРАВЛЕНИЯ
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Общекорпоративные финансовые цели</li> <li>• Финансовые цели отдельных функциональных направлений хозяйственной деятельности</li> <li>• Финансовые цели отдельных стратегических хозяйственных единиц</li> </ul>
ПО ХАРАКТЕРУ ВЛИЯНИЯ НА ОЖИДАЕМЫЙ КОНЕЧНЫЙ РЕЗУЛЬТАТ
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Прямые стратегические цели</li> <li>• Поддерживающие стратегические цели</li> </ul>
ПО ПЕРИОДУ РЕАЛИЗАЦИИ
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Долгосрочные стратегические цели</li> <li>• Краткосрочные стратегические цели</li> </ul>

Рисунок 4.2. Классификация стратегических целей финансовой деятельности предприятия по основным признакам.

Основные стратегические цели финансовой деятельности. В эту группу входят наиболее важные стратегические цели, непосредственно направленные на реализацию главной цели финансовой деятельности в разрезе основных ее аспектов. Вспомогательные стратегические цели финансовой деятельности. В состав этой группы входят все иные экономические и внеэкономические цели финансовой деятельности предприятия.

3. По доминантным сферам (направлениям) финансового развития выделяют

следующие стратегические цели:

Цели роста потенциала формирования финансовых ресурсов. В эту группу входит система целей, обеспечивающих расширение потенциала формирования собственных финансовых ресурсов из внутренних источников, а также увеличивающих возможности финансирования развития предприятия за счет внешних источников.

Цели повышения эффективности инвестиций предприятия. Эти цели связаны с оптимизацией направлений распределения финансовых ресурсов по видам и формам инвестиций, сферам хозяйственной деятельности и стратегическим хозяйственным единицам по критерию увеличения стоимости предприятия (или по другому экономическому критерию, обеспечивающему это возрастание).

Цели повышения уровня финансовой безопасности предприятия. Они характеризуют комплекс целей, направленных на обеспечение финансового равновесия предприятия в процессе его стратегического развития и предотвращающих угрозу его банкротства.

Цели повышения качества управления финансовой деятельностью. Система этих целей призвана обеспечить повышение качественных параметров управления всеми аспектами финансовой деятельности — его результативности, коммуникативности, прогрессивности, надежности, реактивности, адаптивности и т.п.

4. По направленности действия. Этот признак классификации группирует стратегические финансовые цели в следующем разрезе:

Цели, поддерживающие тенденции развития. Они направлены на поддержку тех тенденций развития финансовой деятельности, которые имеют высокий внутренний финансовый потенциал и благоприятные внешние возможности роста (выявленные в процессе стратегического финансового анализа предприятия).

Цели, направленные на преодоление внешних угроз. Такие цели призваны обеспечить нейтрализацию ожидаемых негативных последствий развития отдельных факторов внешней финансовой среды.

Цели, направленные на преодоление слабых внутренних позиций. Система таких целей призвана усилить отдельные аспекты финансовой деятельности, идентифицированные стратегической финансовой позицией предприятия как слабые.

5. По объектам стратегического управления. В соответствии с концепцией стратегического менеджмента по этому признаку цели разделяются следующим образом:

Общие корпоративные финансовые цели. В общей системе стратегических целей финансовой деятельности они

играют определяющую роль и занимают, как правило, основное место.

Финансовые цели отдельных функциональных направлений хозяйственной деятельности. Финансовые цели этой группы связаны с формированием, развитием и обеспечением эффективной деятельности выделяемых стратегических направлений хозяйственной деятельности. По отношению к целям других функциональных стратегий

предприятия финансовые цели играют преимущественно поддерживающую роль.

Финансовые цели отдельных стратегических хозяйственных единиц. Такие цели связаны с финансовой поддержкой формирования и развития "центров ответственности" различных типов и корреспондируются с целями их стратегий.

6. По характеру влияния на ожидаемый результат выделяют следующие цели финансовой стратегии:

Прямые стратегические цели. Они прямо связаны с конечными результатами финансовой деятельности. К ним относятся главная стратегическая цель и важнейшие из основных стратегических целей финансового развития предприятия.

Поддерживающие стратегические цели. Эта группа стратегических целей направлена на обеспечение реализации прямых стратегических целей в процессе финансовой деятельности. К целям этой группы могут быть отнесены использование новых финансовых технологий, переход к новой организационной структуре управления

финансовой деятельностью, формирование организационной культуры финансовых менеджеров и т.п.

Следует обратить внимание на то, что разделение стратегических целей по этому признаку носит несколько условный характер и связано с разным уровнем их приоритетности. Так, по отношению к главной стратегической цели финансовой деятельности все остальные цели можно рассматривать как поддерживающие.

7. По периоду реализации выделяют следующие виды финансовых целей:

Долгосрочные стратегические цели. Такие цели служат ориентиром финансового развития предприятия на всем протяжении стратегического периода (как правило, они ставятся на конец этого периода).

Краткосрочные стратегические цели. Эта группа целей, имеющих для предприятия стратегический характер, ставится обычно в рамках краткосрочных этапов стратегического периода. Эти цели носят, как правило, поддерживающий характер по отношению к основным долгосрочным стратегическим целям и характеризуют сроки завершения одного из этапов реализации основных целей.

Классификация стратегических целей финансовой деятельности не ограничивается перечисленными выше основными признаками. Она может быть дополнена с учетом специфики осуществления финансовой деятельности конкретных предприятий.

С учетом рассмотренных принципов классификации организуется процесс формирования стратегических целей финансовой деятельности предприятия. Этот процесс осуществляется по следующим основным этапам (рис. 4.3).

Исходным этапом разработки стратегических целей финансовой деятельности предприятия является формирование его финансовой философии.

Финансовая философия характеризует систему основополагающих принципов осуществления финансовой деятельности конкретного предприятия, определяемых его миссией, общей философией развития и финансовым менталитетом его основных учредителей и главных менеджеров.

1. Формирование финансовой философии предприятия
2. Учет объективных ограничений в достижении желаемых результатов стратегического финансового развития предприятия
3. Формулировка главной стратегической цели финансовой деятельности предприятия
4. Формирование системы основных стратегических целей финансовой деятельности, обеспечивающих достижение ее главной цели
5. Формирование системы вспомогательных, поддерживающих целей, включаемых в финансовую стратегию предприятия
6. Разработка целевых стратегических нормативов финансовой деятельности предприятия
7. Взаимосвязка всех стратегических целей и построение «дерева целей» финансовой стратегии предприятия
8. Окончательная индивидуализация всех стратегических целей финансовой деятельности предприятия с учетом требований их реализуемости

Рисунок 4.3. Содержание и последовательность этапов формирования стратегических целей финансовой деятельности предприятия.

Финансовая философия предприятия отражает ценности и убеждения, в соответствии с которыми организуется процесс финансового развития предприятия. Она охватывает не только экономические, но и поведенческие позиции менеджеров, осуществляющих финансовую деятельность. Будучи четко выраженной, финансовая философия становится действенным инструментом развития и повышения

эффективности финансовой деятельности, используемым всеми структурными финансовыми подразделениями на всех этапах процесса принятия стратегических и текущих финансовых решений.

Проявляемая в реальной практике финансового управления, финансовая философия способствует формированию или закреплению определенного имиджа предприятия в представлении всех субъектов его финансовых отношений.

Разрабатывая систему стратегических целей, необходимо учитывать объективные ограничения в достижении желаемых результатов стратегического финансового развития предприятия. В основе первоначальных подходов к формированию стратегических финансовых целей лежит идеальное представление или желаемый образ будущей стратегической финансовой позиции предприятия. Однако предприятие отнюдь не свободно в выборе своих финансовых целей, соответствующих его идеальной будущей стратегической финансовой позиции. Оно может свободно избирать финансовую философию, показатель главной стратегической цели финансового развития, и даже систему основных внеэкономических целей финансовой деятельности. Что же касается системы основных стратегических экономических целей этой деятельности, они определяются с учетом объективных ограничений, не контролируемых финансовыми менеджерами предприятия.

Одним из таких объективных ограничений выступает размер предприятия. Небольшому предприятию недостаточность финансовых ресурсов не позволяет осуществлять диверсифицированную финансовую деятельность и выдвигать масштабные цели финансовой стратегии. Поэтому потенциал формирования финансовых ресурсов (отражаемый стратегической финансовой позицией по первой доминантной сфере) является важнейшим объективным ограничителем в достижении желаемых результатов стратегического финансового развития предприятия. Вместе с тем, размер предприятия не всегда является единственным параметром объективных ограничений, определяющих широту и глубину выбора стратегических Целей финансовой деятельности. Даже самое крупное предприятие не может охватить своими стратегическими Целями все без исключения направления и формы финансовой деятельности с высоким уровнем ожидаемых ее результатов. В этом случае объективным ограничением выступает возможный объем финансовых ресурсов, направляемых на инвестирование, соразмерный потребностям обеспечения операционного процесса предприятия.

Это объективное ограничение рассматривается в концепции "критической массы инвестиций", получившей развитие в последние годы. "Критическая масса инвестиций" характеризует минимальный объем инвестиционной деятельности, позволяющий предприятию формировать чистую операционную прибыль. Глобализация рынков, ускорение темпов технологического прогресса, снижение нормы отдачи капитала обуславливают постоянный рост "критической массы инвестиций", что при неизменных доходах усложняет экономическое развитие предприятий и снижает количественные параметры стратегических целей их финансового роста. Ощутимые объективные ограничения в достижении желаемых результатов стратегического финансового развития предприятия накладывает его стратегическая финансовая позиция, определенная с учетом влияния внешних и внутренних факторов. Особенно сильно это проявляется для предприятий, стратегическая финансовая позиция которых находится в квадранте "слабость и угрозы". И наконец, важным объективным ограничением, определяющим направленность стратегических целей финансовой деятельности предприятия, выступает стадия его жизненного цикла, определяющая не только возможности, но и потребности финансового развития.

С учетом этих предварительных этапов формируется система стратегических целей и целевых нормативов финансовой деятельности предприятия. Подходы к их формированию излагаются в следующих разделах.



# Обоснование главной стратегической цели финансовой деятельности предприятия

Рассматривая главную стратегическую цель финансовой деятельности, следует отметить, что она неразрывно связана с главной целью развития предприятия в целом и реализуется с ней в едином комплексе.

Целевая функция предприятия рассматривается в рамках поведенческой экономической теории фирмы, которая исследует реальное поведение отдельных хозяйствующих объектов.

С развитием микроэкономической теории (а затем теории фирмы) менялись и подходы экономистов к определению главной цели функционирования предприятия а соответственно и его основных функциональных управляющих систем. В генезисе этой проблемы можно выделить следующие основные подходы (рис. 4.4).

ОСНОВНЫЕ МОДЕЛИ ГЛАВНОЙ ЦЕЛЕВОЙ ФУНКЦИИ ПРЕДПРИЯТИЯ
Модель максимизации прибыли
Модель минимизации транзакционных издержек
Модель максимизации объема продаж
Модель максимизации темпов роста предприятия
Модель обеспечения конкурентных преимуществ
Модель максимизации добавленной стоимости
Модель максимизации рыночной стоимости предприятия

Рисунок 4.4. Основные модели главной целевой функции предприятия.

1. Модель максимизации прибыли базируется на теоретических подходах еще классической экономической теории, в частности, на выводе А. Смита о том, что максимизация прибыли отдельных субъектов хозяйствования ведет к максимизации всего общественного благосостояния [overall economic welfare]. Впервые эта целевая модель деятельности предприятия была четко сформулирована в 1938 году французским экономистом А. Курно и затем развита в работах представителей неоклассической школы. С Учетом методологического аппарата маржиналистов реализация этой целевой модели обеспечивалась путем достижения равенства показателей предельного дохода и предельных затрат предприятия.

Однако впоследствии эта формулировка главной целевой функции предприятия (а соответственно и его основных управляющих систем) была подвергнута критике многими экономистами.

Прежде всего было отмечено, что практика учета во всех странах выделяет только бухгалтерскую прибыль, которая представляет собой разность между доходами предприятия и внешними его текущими затратами (издержками). Эта прибыль не учитывает целый ряд внутренних затрат предприятия — тех затрат ресурсов, которые бухгалтерским учетом не отражаются. Поэтому для оценки реального результата финансовой деятельности предприятия было введено понятие "экономической прибыли", которая представляет собой разность между суммой доходов предприятия, с одной стороны, и суммой как внешних, так и внутренних его текущих затрат (издержек), с другой. При этом внутренние текущие затраты предприятия, не отражаемые бухгалтерским учетом, было предложено оценивать по альтернативной их

стоимости. Таким образом, рассматриваемая экономическая прибыль предприятия, предлагаемая для реальной оценки основного финансового результата деятельности предприятия, всегда меньше бухгалтерской на величину внутренних текущих затрат (издержек).

Вместе с тем, использование в качестве главной целевой функции предприятия модели максимизации даже экономической прибыли вновь не удовлетворило многих экономистов. Ими было доказано, что максимизация прибыли в любой ее трактовке далеко не всегда обеспечивает необходимые темпы экономического развития предприятия. Полученная высокая по сумме и уровню прибыль может быть полностью израсходована на цели текущего потребления, в результате чего предприятие будет лишено основного источника формирования собственных финансовых ресурсов для своего предстоящего развития (а неразвивающееся предприятие утрачивает в перспективе достигнутую конкурентную позицию на рынке, сокращает потенциал приращения собственного капитала за счет внутренних источников, что в конечном итоге приводит к снижению его рыночной стоимости). Отсутствие связи модели максимизации прибыли с характером ее распределения дела ет бессмысленным осуществление эффективной дивиденд- ной политики предприятия, так как уровень капитализации прибыли не отражается данным целевым критерием. Наконец, многими экономистами отмечается, что высокий уровень прибыли предприятия может достигаться при высоком уровне финансового риска, связанного с осуществлением его хозяйственных операций, а также при ухудшении других показателей его финансового состояния, генерирующих угрозу банкротства. С учетом изложенного, можно сделать вывод, что в рыночных условиях максимизация прибыли может выступать как одна из важнейших задач хозяйственной (в т.ч. финансовой) деятельности предприятия или как критерий оценки эффективности использования его активов (капитала), но не как главная цель функционирования предприятия (а соответственно и финансовой деятельности).

2. Модель минимизации транзакционных издержек базируется на теоретических подходах неонституционализ- ма, в частности, его основоположника — лауреата Нобелевской премии по экономике Р. Коуза. Он первый ввел понятие "транзакционные издержки", которые определил как затраты по обслуживанию сделок на рынке. Позднее к транзакционным издержкам начали относить любые виды затрат, сопровождающих хозяйственное взаимодействие экономических агентов, где бы оно не осуществлялось — на рынке или внутри предприятий. Современные экономисты — приверженцы данной целевой модели функционирования предприятия — в состав транзакционных издержек включают затраты ресурсов и времени, связанные с поиском и обработкой коммерческой информации о поставщиках и покупателях, необходимых товарах и услугах, ценах; затраты, связанные с осуществлением коммерческих переговоров; затраты, связанные с приемкой и проверкой поступающей продукции по количеству и качеству; затраты по ведению претензионной работы при нарушении коммерческих прав и другие аналогичные виды издержек, связанные с обслуживанием коммерческих сделок.

По результатам исследований американских экономистов Д. Уоллиса и Д. Норта в США доля транзакционных издержек в валовом внутреннем продукте уже в 1970 году составила 54,9% и имела тенденцию к постоянному возрастанию. Расширение транзакционного сектора экономики эти исследователи обозначили как "структурный сдвиг первостепенной важности".

Приверженцы модели минимизации транзакционных издержек как основной целевой функции предприятия рассматривают фирму как систему сложной сети коммерческих контрактов, полагая, что она призвана выступать основным субъектом экономии транзакционных затрат. Вместе с тем, предложенный главный целевой критерий функционирования предприятия и его основных функциональных управляющих систем по оценке современных экономистов имеет ряд существенных недостатков. Прежде всего, информативное обеспечение процесса формирования "чистых" транзакционных издержек предприятия требует значительного расширения объема

учетных работ (в рамках управленческого учета) на предприятии, а соответственно вызовет рост "учетных транзакционных издержек" (вместо их экономии). Кроме того, критерий минимизации транзакционных издержек не обеспечивает оценку усилий предприятия по комплексной экономии его ресурсов, так как при этом вне поля зрения остаются все другие виды его издержек (не связанные с обслуживанием коммерческих сделок).

И наконец, любая экономия затрат предприятия (в том числе и транзакционных его издержек) не может носить характер глобальной цели его функционирования, так как не увязана с его развитием (она может сопровождаться свертыванием объемов хозяйственной деятельности и с конечными экономическими интересами основных групп участников его хозяйственного процесса).

В связи с этим, данная экономическая модель может рассматриваться лишь как теоретическая предпосылка обеспечения одного из направлений повышения эффективности хозяйственной деятельности предприятия, но не как его главная целевая функция.

3. Модель максимизации объема продаж является одной из наиболее известных целевых альтернатив модели максимизации прибыли, пользующейся широкой практической поддержкой. Приверженцы этой модели объясняют ее преимущество следующими доводами.

Во-первых, данный целевой критерий наилучшим образом отражает результаты деловой активности предприятия в рыночной среде, а соответственно в наибольшей степени подходит для оценки хозяйственной его деятельности в условиях рыночной экономики.

Во-вторых, он отражает результаты реализации не только экономической, но и социальной миссии предприятия, направленной на обеспечение потребностей покупателей в товарах и услугах. Соответственно, в условиях рыночной экономики только те предприятия преуспевают, которые удовлетворяют потребительские запросы более эффективно, чем их конкуренты.

В-третьих, максимизация объема продаж интегрирует в своем составе и максимизацию прибыли, т.к. основу формирования последней составляет операционная прибыль от реализации продукции. Способность предприятия предложить на рынке такие товары и услуги, за которые покупатель готов платить деньги, характеризует одновременно и его способность генерировать необходимую прибыль.

В-четвертых, рост объема продаж требует не только активизации маркетинговых усилий предприятия, но и постоянных изменений в технологии производства и реализации продукции, что стимулирует инновационный прогресс.

В-пятых, в психологическом плане как управленческий аппарат, так и рабочие более чувствительны к объемным показателям деятельности предприятия, чем к его прибыльности, считая, что общественная престижность их занятости определяется в первую очередь размерами компании и ее известностью у покупателей. Соответственно максимизацию объема продаж в качестве главной целевой функции предприятия они считают более приоритетной в сравнении с максимизацией прибыли. Исходя из этого приоритета, многие предприятия готовы поступиться частью своей прибыли с тем, чтобы увеличить объем реализуемой продукции (особенно ярко в последние годы этот приоритет отражался в менталитете менеджеров крупных японских фирм).

Вместе с тем, объективная оценка этой модели как главной целевой функции предприятия показывает, что она имеет ряд существенных недостатков.

Так, потребительский выбор товаров и услуг является Функцией рыночной среды, которая очень изменчива под влиянием множества факторов. То, что в текущих условиях Рассматривается потребителем как привлекательные товар или услуга, в ближайшем будущем может не вызывать его предпочтений.

Это соответственно сведет на нет все усилия предприятия по продвижению на

разные рынки и увеличению объема продажи его производимых продуктов. Поэтому с позиций перспективности оценки такая главная целевая функция предприятия оказывается очень уязвимой.

С этих же позиций не всегда эффективными являются и инновационные усилия предприятия по обеспечению высоких объемов продаж своей продукции.

Технологический процесс, трансформация потребностей, появление новых видов материалов делают вчерашние инновационные решения предприятия устаревшими и открывают перспективы для новых подходов, реализовать которые в условиях недостаточного формирования собственных финансовых ресурсов предприятие не в состоянии.

Уязвимостью данной модели является также то, что хотя ее целевая функция поддерживает рост доходов предприятия, она практически не увязана с экономией его расходов. В результате очень часто оказывается, что темпы затрат по обеспечению роста продаж продукции обгоняют темпы роста доходов от ее реализации, что снижает уровень рентабельности и потенциал формирования собственных финансовых ресурсов предприятия из внутренних источников.

Изложенное позволяет констатировать, что модель максимизации объема продаж не может быть использована как главная целевая функция предприятия — она может рассматриваться лишь как одна из задач операционного менеджмента и маркетинга. Использование этой целевой функции в финансовой деятельности полностью лишено смысла.

4. Модель максимизации темпов роста предприятия. Эта модель базируется на одной из современных концепций теории фирмы, а как возможная главная целевая функция развития предприятия начала рассматриваться лишь в последнем десятилетии. На первый взгляд, в экономическом отношении она представляется аналогом предыдущей модели (вместо абсолютного объема продаж в ней целевой функцией выступают темпы роста этого объема). Однако в составе этой модели в отличие от предыдущей присутствуют и темпы роста операционной прибыли предприятия, и основные пропорции распределения этой прибыли (т.е. элементы дивидендной политики), и важнейшие структурные параметры финансового состояния хозяйствующего субъекта.

Преимуществом данной модели как главной целевой функции предприятия является ее четкая нацеленность на стратегическую перспективу, обеспечение в процессе развития предприятия устойчивого формирования его доходов и прибыли, а также связь со структурой активов и капитала (т.е. с финансовыми аспектами развития предприятия).

Вместе с тем, практическое использование этой модели (как альтернативной моделям максимизации прибыли или продаж) позволило вскрыть довольно существенные ее недостатки. Прежде всего, эта модель в качестве целевой функции может функционировать лишь в условиях устойчивости спроса на продукцию предприятия, предполагая, что весь объем дополнительно произведенной продукции будет реализован на рынке по неизменным ценам — уже это условие в условиях высокой колеблемости конъюнктуры рынка (особенно в странах с переходной экономикой) делает данную модель очень уязвимой. Кроме того, модель фиксирует в качестве основной предпосылки фактически достигнутый уровень прибыли предприятия, не оценивая степень его достаточности для решения задач перспективного периода. Аналогичным образом, в качестве таких предпосылок выступают фактическая структура активов и капитала без оценки эффективности их использования (а следовательно и без оптимизации этой структуры) в исходном периоде. Все это практически исключает в процессе оценки темпов развития предприятия фактор риска.

Резюмируя вышеизложенное, можно констатировать, что максимизация темпов роста предприятия может рассматриваться как одна из важных задач, но не как главная цель его функционирования. Учитывая высокую связь этой модели с финансовыми показателями деятельности предприятия, она может быть использована в системе

стратегических целей финансовой деятельности предприятия более низкого уровня.

5. Модель обеспечения конкурентных преимуществ как приоритетная цель функционирования предприятия получила развитие в системе парадигмы стратегического менеджмента. Преимуществами этой целевой концепции Функционирования предприятия является то, что она отражает результаты деятельности практически всех его основных служб — конкурентные преимущества могут быть достигнуты за счет разработки нового продукта, повышения качества товаров и услуг, эффективного маркетинга, оптимальной ценовой политики, снижения издержек, использования прогрессивных финансовых технологий и инструментов, эффективной организационной структуры управления и высокой корпоративной культуры.

Кроме того, конкурентные преимущества обеспечивают формирование избыточной доходности (прибыльности) предприятия, а следовательно и потенциальные возможности обеспечения роста его стоимости.

Вместе с тем, и этот целевой критерий функционирования предприятия имеет ряд недостатков. Прежде всего, следует обратить внимание на то, что понятие "конкурентное преимущество" характеризуется целым рядом показателей, которые очень сложно интегрировать в едином измерителе (попытки построение такого интегрального показателя очень разноплановы по своим подходам, требуют привлечения довольно большого объема информации и высокой квалификации исполнителей в процессе его интерпретации). Кроме того, конкурентное преимущество как понятие характеризует относительное положение предприятия в рамках конкретной отрасли, в то время как значительная часть средних и крупных предприятий являются многоотраслевыми. Наконец, многие экономисты отмечают, что конкурентное преимущество в целом предприятие может поддерживать лишь за счет той или иной последовательности кратковременных действий, обеспечивающих их приоритетное положение (т.е. за счет преимуществ, действующих в относительно коротком периоде времени) — возрастание уровня конкуренции в отдельных сегментах рынка в перспективном периоде может нивелировать конкурентные преимущества отдельных предприятий.

Таким образом, обеспечение конкурентных преимуществ (в конкретных их формах) может рассматриваться как одна из целей развития предприятия, но не как главная цель его функционирования.

6. Модель максимизации добавленной стоимости как главная целевая функция предприятия была выдвинута японскими экономистами и получила название "японской модели развития фирмы". Добавленная стоимость, созданная предприятием, рассчитывается как разница между доходами от реализации продукции за определенный период и суммой затрат на сырье, материалы и услуги (используемые в процессе производства этой продукции), приобретенные у внешних поставщиков.

Таким образом, добавленная стоимость включает все внутренние затраты предприятия по производству и реализации продукции (затраты по оплате труда персонала, обслуживанию кредитов и т.п.), а также прибыль.

Преимуществом данного целевого критерия оценки деятельности предприятия является то, что он позволяет обеспечивать максимизацию экономических интересов не только рабочих и менеджеров, но и собственников предприятия (формируя достаточный уровень вознаграждения всех экономических субъектов данного предприятия и сглаживая противоречия между ними). Не вступает в противоречие этот целевой критерий предприятия с такими его внешними контрагентами, как поставщики, кредиторы и государство в целом (в процессе перераспределительных отношений), так как затраты на приобретаемые сырье и материалы, обслуживание кредита и налоговые платежи формируются за пределами добавленной стоимости и могут быть отражены в цене реализуемой продукции. В достаточной мере могут быть учтены при формировании данного целевого показателя и инвестиционные потребности предприятия в развитии основных средств и нематериальных активов

инновационного характера. Наконец, данный целевой критерий носит долгосрочный характер, т.е. легко моделируется в стратегической перспективе.

Вместе с тем, рассматриваемая целевая модель имеет существенный недостаток, который нивелирует все перечисленные ее преимущества — она вступает в конфликт с экономическими интересами конечного покупателя продукции (товаров или услуг). Все формы удовлетворения экономических интересов отдельных субъектов как в рамках предприятия, так и вне его (о которых ранее шла речь) в конечном счете получают отражение в цене, которая может быть не поддержана покупателем. Поэтому сфера применения данной целевой модели носит очень ограниченный характер — ее могут использовать лишь предприятия, выпускающие эксклюзивную продукцию.

Рассматриваемая модель в значительной степени базируется на исторической менталитете и культуре этой страны, в основе которых лежат обеспечение гармонизации отношений между членами общества, с одной стороны, и правительством и бизнесом, с другой, а также на твердой приверженности всех групп работников японских предприятий корпоративным целям.

С учетом этого "японская модель развития фирмы" не была поддержана ни европейскими, ни американскими экономистами.

7. Модель максимизации рыночной стоимости предприятия отражает одну из важнейших концептуальных идей современной парадигмы теории фирмы, выражающейся в том, что основной целью функционирования предприятия является максимизация благосостояния его владельцев. В течение последнего десятилетия эта концепция получила приоритетное развитие в США, Европе и Японии, ее поддерживает преимущественная часть руководителей фирм и компаний в странах с развитой рыночной экономикой. Модель максимизации рыночной стоимости предприятия как главной целевой функции его развития предполагает, что все управленческие решения в любой сфере деятельности предприятия должны быть направлены в первую очередь на максимально возможный прирост реальной рыночной его цены, т.е. обеспечивать непрерывный рост его стоимости на рынке. Модель, определяющая главной целью функционирования и развития предприятия максимизацию его рыночной стоимости (в кратком варианте — модель 11 ориентированная на стоимость") характеризуется следующими основными особенностями, отличающими ее от других ранее рассмотренных целевых моделей (рис. 4.5).

- Целевая модель, ориентированная на стоимость, определяет собственников как главных субъектов в системе экономических интересов, связанных с деятельностью предприятия. Их ведущая роль определяется, с одной стороны, тем, что они инвестировали в предприятие свой капитал, т.е. обеспечили финансовую основу его создания и функционирования, а с другой — тем, что они принимают на себя основной риск, связанный с получением доходов. В системе экономических субъектов, связанных с деятельностью предприятия, его владельцы являются остаточными претендентами на его доход. Этот доход они могут получить лишь после того, как удовлетворены экономические требования всех других субъектов — наемных рабочих, менеджеров, кредиторов, государства.

Рыночная стоимость предприятия



1. Определяет собственников как главных субъектов в системе экономических интересов, связанных с деятельностью предприятия
2. Гармонизирует экономические интересы основных субъектов, связанных с деятельностью предприятия
3. Интегрирует основные цели и задачи эффективного функционирования различных служб предприятия
4. Служит одним из наиболее эффективных средств за действиями менеджеров предприятия
5. Обладает более широким и более глубоким потенциалом сравнении с другими целевыми ориентирами
6. Гармонизирует текущие и перспективные цели развития предприятия
7. Реализует наиболее полную информацию о функционировании предприятия в сравнении с другими оценочными показателями
8. Полностью отражает весь спектр, финансовых отношений и основных, финансовых решений предприятия
9. Обеспечивает возможность оценки, более отдаленной перспективы в сравнении с другими целевыми ориентирами
10. Является наиболее всеобъемлющим критерием эффективности использования капитала предприятия

Рисунок 4.5. Характеристика основных особенностей целевой модели максимизации рыночной стоимости предприятия.

В то время как удовлетворение требований иных участников носит относительно гарантированный характер (зарплата наемного персонала, проценты за кредит, налоговые отчисления и платежи в бюджет и внебюджетные фонды), экономические требования собственников предприятия в силу остаточного принципа их формирования могут остаться неудовлетворенными (при убыточной работе предприятия) или удовлетворенными не полностью (при низкорентабельной его деятельности). Поэтому владельцы как конечные претенденты на доход в наибольшей степени в сравнении с другими участниками заинтересованы в эффективном управлении предприятием и этот стимул заключается в увеличении их благосостояния, отражаемом ростом его рыночной стоимости. Такой стимул позволяет в наибольшей степени уравнивать показатели доходности и риска в процессе управления предприятием.

- Модель максимизации рыночной стоимости гармонизирует экономические интересы основных субъектов, связанных с деятельностью предприятия. Собственники, заботясь о максимальном увеличении своего благосостояния, одновременно способствуют росту благосостояния всех других экономических субъектов. Максимизация рыночной стоимости предприятия достигается только в условиях обеспечения компромисса требований всех экономических субъектов, связанных с его деятельностью. Возрастание рыночной стоимости предприятия, а соответственно и благосостояния владельцев, как правило, сопровождается ростом заработной платы и социальных гарантий для рабочих, повышением оплаты труда и привилегий менеджеров, увеличением налоговых выплат и других обязательных платежей. Следовательно, такой целевой подход к деятельности предприятия реализует глобальную цель развития общества в условиях рыночной экономики — достижение экономического и социального процветания всех членов общества на основе приумножения частной собственности.

- Целевая модель максимизации рыночной стоимости предприятия интегрирует основные цели и задачи эффективного функционирования различных его служб и подразделений. Ни одна из ранее рассмотренных целевых моделей функционирования предприятия не противоречит его ориентации на максимизацию рыночной стоимости.

Возрастание этой стоимости обеспечивается и ростом суммы прибыли, и снижением транзакционных (и других видов) издержек, и увеличением объемов продаж, и формированием конкурентных преимуществ и т.п. Ориентация на стоимость не противоречит функциональным целям операционной деятельности, маркетинговой деятельности, инновационной деятельности, финансовой деятельности, а соответственно и служб, осуществляющих эти виды деятельности. Следовательно, рассматриваемая целевая модель позволяет не только гармонизировать систему частных целей и задач различных функциональных служб предприятия, но и радикально изменить всю систему обоснования их управленческих решений, подчинив их единому целевому критерию.

- Показатель рыночной стоимости предприятия обладает более широким спектром и более глубоким потенциалом роста в сравнении с другими целевыми показателями. Кроме роста доходов и снижения издержек, составляющих основу максимизации (минимизации) ранее рассмотренных основных целевых показателей функционирования предприятия, возрастание его рыночной стоимости может обеспечиваться ростом его имиджа, организационной структурой управления и организационной культурой, реструктуризацией капитала, синхронизацией денежных потоков различных видов, использованием эффекта синергизма и др. Кроме того, если размеры прибыли или экономии издержек имеют свои пределы на каждом предприятии, то размеры возрастания его рыночной стоимости таких пределов практически не имеют (любая новая управленческая идея может генерировать дополнительный рост рыночной стоимости предприятия).

- Модель максимизации рыночной стоимости гармонизирует текущие и перспективные цели развития предприятия. Такая гармонизация достигается путем приведения рыночной стоимости предприятия на любом из этапов его развития к единой стоимостной оценке на основе ее дисконтирования. При этом сопоставимость оценки может быть обеспечена на каждом из этапов не только по предприятию в целом, но и по любому виду денежного потока, обеспечивающему возрастание этой рыночной стоимости.

- Показатель рыночной стоимости обеспечивает возможность оценки более отдаленной перспективы функционирования предприятия в сравнении с другими целевыми ориентирами. Максимизация прибыли, минимизация транзакционных издержек и затрат в целом, а также некоторые другие модели многими экономистами рассматриваются как цели относительно короткого стратегического периода (в пределах до 3-х лет). Базирующиеся на них стратегии во многих случаях ослабляют долгосрочные позиции предприятия и часто, в связи с неиспользованием новых рыночных возможностей отказом от инвестиций, игнорированием капиталоемких инноваций, экономией затрат на привлечение высококвалифицированного персонала и т.п., реализованные стратегии приводят не к повышению, а к снижению эффективности деятельности предприятия в более отдаленной перспективе. В то же время стратегия максимизации рыночной стоимости предприятия требует разработки долгосрочных маркетинговых, инновационных, финансовых и других стратегий, т.е. направлена на обеспечение наиболее долгосрочного возрастания эффективности его деятельности. Поэтому максимизацию рыночной стоимости предприятия следует рассматривать как наиболее предпочтительную стратегическую цель его функционирования.

- Показатель рыночной стоимости реализует наиболее полную информацию о функционировании предприятия в сравнении с другими оценочными показателями. Ни один другой показатель оценки результатов функционирования предприятия не интегрирует в себе столь полную информацию, как его рыночная стоимость. Он

базируется не только на информации о многочисленных видах доходов и расходов предприятия, формирующих сумму его прибыли или издержек, но и на информации, характеризующей все виды его денежных потоков, состав основных видов его рисков, возможные резервы более эффективного использования его ресурсного потенциала, эффективность общего и функционального управления. Немаловажную роль в формировании этого показателя играет информация об инвестиционной привлекательности отрасли, в которую входит предприятие; инвестиционной привлекательности региона страны, в котором оно размещено; конъюнктуре товарного и финансового рынков; отдельных направлениях экономической политики государства.

- Целевая модель максимизации рыночной стоимости предприятия полностью отражает весь спектр его финансовых отношений и основных финансовых решений. Исследуя эту особенность рассматриваемой модели, необходимо отметить, что она наиболее полно отражает характер распределительных отношений предприятия, связанных с формированием и использованием его финансовых ресурсов. Данная модель охватывает все основные направления финансовой деятельности — инвестирование, финансирование, управление активами и денежными потоками, а соответственно позволяет оценить качество всего спектра принимаемых финансовых решений. Наконец, эта модель в наиболее полном виде отражает все основные нюансы финансового состояния предприятия. Можно констатировать, что в системе формирования рыночной стоимости предприятия основная роль принадлежит финансовым менеджерам.

- Динамика рыночной стоимости является наиболее всеобъемлющим критерием эффективности использования капитала предприятия. Количественным выражением этого критерия выступает соотношение рыночной стоимости предприятия (или одной его акции) к сумме его чистых активов (или чистых активов в расчете на одну акцию). Если данное соотношение имеет тенденцию к возрастанию, это свидетельствует о "создании стоимости". Если же данный показатель остается неизменным, можно констатировать, что стоимость стабилизирована". И наконец, при снижении данного соотношения, можно сделать вывод о том, что "стоимость уничтожается".

Динамика рыночной стоимости предприятия формирует мнение инвесторов о способности его менеджеров эффективно управлять этим процессом, а соответственно определяет мотивацию их экономического поведения. В предприятие, обеспечивающее высокие темпы возрастания своей рыночной стоимости, инвесторы охотно вкладывают свободный капитал. И наоборот, из предприятия, рыночная стоимость которого снижается, инвесторы изымают свой капитал путем продажи акций или выхода из бизнеса (при каких-либо объективных ограничениях возможности выхода из бизнеса, инвесторы будут существенно увеличивать долю текущего потребления прибыли в ущерб ее капитализации).

- Мониторинг рыночной стоимости служит одним из наиболее эффективных средств контроля инвесторов за действиями менеджеров. Ранее рассмотренная теория агентских отношений, составляющая одну из концептуальных основ современной парадигмы финансового менеджмента, констатирует, что между владельцами и менеджерами предприятия существует определенный конфликт интересов. Если владельцы стремятся к росту своего благосостояния, принимая на себя основную часть рисков деятельности предприятия, то менеджеры больше заинтересованы в стабилизации или возрастании своего материального положения (окладов, премий, привилегий и т.п.), чем в принятии рискованных решений, обеспечивающих благосостояние собственников. В связи с этим, владельцы должны нести определенные мониторинговые затраты, обеспечивающие контроль деятельности менеджеров. Важнейшим обобщающим показателем такого мониторинга является динамика рыночной стоимости предприятия.

Рассмотрение сущности и особенностей отдельных моделей целевой функции предприятия показывает, что наиболее приемлемой из них в условиях рыночной экономики является модель максимизации рыночной стоимости предприятия.

Учитывая, что наибольшую роль в реализации этой модели играют финансовые службы предприятия, она может быть принята в качестве главной цели управления финансовой деятельностью и сформулирована следующим образом: главной стратегической целью финансовой деятельности является максимизация благосостояния собственников предприятия, обеспечиваемая путем максимизации его рыночной стоимости.

Рассмотренная главная стратегическая цель финансовой деятельности конкретизируется в определенном показателе. Безусловно, эта главная цель должна отражать рост рыночной стоимости предприятия в стратегическом периоде. Однако показатель стоимости предприятия является результатом не внутренней, а внешней его оценки ("оценки рынком"). В условиях низкой ликвидности рынка ценных бумаг такая оценка существенно опаздывает. Поэтому в практике зарубежного финансового менеджмента в качестве главной стратегической цели финансового развития предлагается избирать показатель долгосрочного роста прибыли на одну акцию. Устойчивые темпы роста этого показателя лежат в основе возрастания рыночной стоимости предприятия в долгосрочном периоде.

## Формирование системы стратегических целей и целевых нормативов, обеспечивающих реализацию главной цели финансовой деятельности предприятия

Формирование системы стратегических целей и целевых нормативов последовательно осуществляется по ранее рассмотренным этапам стратегического процесса.

Одним из таких этапов является формирование системы основных стратегических целей финансовой деятельности, обеспечивающих достижение ее главной цели. Систему таких целей формируют обычно в разрезе доминантных сфер стратегического финансового развития предприятия. В первой доминантной сфере, характеризующей потенциал формирования финансовых ресурсов, в качестве основной стратегической цели предлагается избирать максимизацию роста чистого денежного потока предприятия. Во второй доминантной сфере, характеризующей эффективность распределения и использования инвестиционных ресурсов, при выборе стратегической цели следует отдавать предпочтение максимизации рентабельности инвестируемого собственного капитала предприятия.

В третьей доминантной сфере, характеризующей уровень финансовой безопасности предприятия, основной стратегической целью выступает оптимизация структуры его капитала (соотношение собственного и заемного его видов). И наконец, в четвертой доминантной сфере, характеризующей качество управления финансовой деятельностью предприятия, в качестве основной стратегической цели нами рекомендуется избирать формирование эффективной организационной структуры управления финансовой деятельностью (формирование такой организационной структуры интегрирует в себе требования к квалификации финансовых менеджеров отдельных подразделений, потребность в объеме и широте информации для принятия управленческих решений соответствующего уровня, требования к технической оснащенности менеджеров, уровню используемых или финансовых технологий и инструментов, разграничение контрольных функций управления и т.д.).

Система основных стратегических целей финансовой деятельности может быть дополнена и другими их видами, отражающими специфику этой деятельности и

менталитет финансовых менеджеров конкретного предприятия. На следующем этапе стратегического процесса осуществляется формирование системы вспомогательных, поддерживающих целей, включаемых в финансовую стратегию предприятия. Система этих целей направлена на обеспечение реализации основных стратегических целей финансовой деятельности. Эти цели также рекомендуется формировать в разрезе доминантных сфер стратегического финансового развития предприятия. В первой доминантной сфере, характеризующей потенциал формирования финансовых ресурсов, вспомогательными (поддерживающими) стратегическими целями могут выступать:

- рост суммы чистой прибыли;
- рост объема амортизационного потока;
- минимизация стоимости капитала, привлекаемого из внешних источников и др.

Во второй доминантной сфере, характеризующей эффективность распределения и использования инвестиционных ресурсов, система вспомогательных целей может отражать:

- оптимизацию пропорций распределения инвестиционных ресурсов по стратегическим зонам хозяйствования;
- оптимизацию пропорций распределения инвестиционных ресурсов по стратегическим хозяйственным единицам;
- максимизацию доходности инвестиций и др.

В третьей доминантной сфере, характеризующей уровень финансовой безопасности предприятия, вспомогательными (поддерживающими) стратегическими целями могут устанавливаться:

- оптимизация структуры активов (доля оборотных активов в общей их сумме; минимальная доля денежных активов и их эквивалентов в общей сумме оборотных активов);
- минимизация уровня финансовых рисков по основным видам хозяйственных операций и др.

В четвертой доминантной сфере, характеризующей качество управления финансовой деятельностью предприятия, вспомогательные цели могут отражать:

- рост образовательного уровня финансовых менеджеров;
- расширение и повышение качества информационной базы принятия финансовых решений;
- повышение уровня оснащенности финансовых менеджеров современными техническими средствами управления;
- повышение организационной культуры финансовых менеджеров и др.

Формирование системы вспомогательных (поддерживающих) целей финансовой стратегии должно исходить из особенностей идентифицированной стратегической финансовой позиции предприятия и быть направленным на преодоление внутренних слабых позиций и внешних угроз.

Формирование основных и вспомогательных стратегических целей позволяет перейти к разработке целевых стратегических нормативов финансовой деятельности предприятия. Этот этап реализует требование количественной определенности формируемых стратегических целей всех уровней. В процессе этого этапа все виды стратегических финансовых целей должны быть выражены в конкретных количественных показателях — в сумме, темпах динамики, структурных пропорциях, сроках реализации и т.п. В процессе разработки целевых стратегических нормативов финансовой деятельности предприятия необходимо обеспечить четкую взаимосвязь между основными и вспомогательными стратегическими целями, с одной стороны, и обеспечивающими их конкретизацию целевыми стратегическими нормативами, с другой. Такая связь должна обеспечиваться в разрезе каждой доминантной сферы (направления) стратегического финансового развития предприятия. Примерная

форма отражения такой взаимосвязи представлена в табл. 4.1.  
Взаимосвязь стратегических целей и целевых нормативов в разрезе отдельных доминантных сфер финансового развития предприятия

Доминантные сферы (направления) стратегического финансового развития предприятия	Стратегические цели финансовой деятельности	Целевые стратегические нормативы финансовой деятельности
1	2	3
I. Стратегия формирования финансовых ресурсов предприятия	<p>А. Основная</p> <p>1.Максимизация роста чистого денежного потока</p> <p>Б. Вспомогательные</p> <p>2.Рост чистой прибыли</p> <p>3.Рост объема амортизационного потока</p> <p>4.Минимизация стоимости капитала, привлекаемого из внешних источников и др.</p>	<p>А. Основной</p> <p>1.Темпы роста чистого денежного потока</p> <p>Б. Вспомогательные</p> <p>2.Темпы роста чистой прибыли</p> <p>3.Темпы роста амортизационного потока</p> <p>4.Предельная стоимость капитала, привлекаемого из внешних источников и т.д.</p>
II. Инвестиционная стратегия предприятия	<p>А. Основная</p> <p>1.Максимизация рентабельности инвестируемого собственного капитала</p> <p>Б. Вспомогательные</p> <p>2.Оптимизация пропорций распределения финансовых ресурсов по направлениям инвестирования</p> <p>3.Оптимизация пропорций распределения финансовых ресурсов по стратегическим</p>	<p>А. Основной</p> <p>1.Целевая норма рентабельности инвестируемого собственного капитала</p> <p>Б. Вспомогательные</p> <p>2.Целевые нормативы распределения финансовых ресурсов по направлениям инвестирования</p> <p>3.Целевые нормативы распределения финансовых ресурсов по стратегическим</p>
	<p>зонам хозяйствования</p> <p>4.Оптимизация пропорций распределения финансовых ресурсов по стратегическим хозяйственным единицам</p> <p>5. Оптимизация пропорций распределения финансовых ресурсов по отдельным инвестиционным проектам</p>	<p>зонам хозяйствования</p> <p>4.Целевые нормативы распределения финансовых ресурсов по стратегическим хозяйственным единицам</p> <p>5. Минимально допустимый уровень внутренней нормы доходности инвестиционных проектов и т.д.</p>



1	2	3
III. Уровень финансовой безопасности предприятия	А. Основная 1. Оптимизация структуры капитала Б. Вспомогательные 2. Оптимизация структуры активов 3. Минимизация уровня финансовых рисков по основным хозяйственным операциям и др.	А. Основной 1. Целевая структура капитала Б. Вспомогательные 2. Целевая структура активов предприятия (соотношение оборотных и необоротных их видов) 3. Минимальный удельный вес денежных активов и их эквивалентов в общей сумме оборотных активов 4. Предельный уровень финансовых рисков по основным хозяйственным операциям А. Основной
IV. Уровень качества управления финансовой деятельностью предприятия	А. Основная 1. Формирование эффективной организационной структуры управления финансовой деятельностью Б. Вспомогательные 2. Повышение образовательного уровня финансовых менеджеров 3. Расширение информационной базы принятия финансовых решений 4. Повышение уровня оснащённости финансовых менеджеров современными техническими средствами управления и др.	1. Срок завершения разработки перехода на новую организационную структуру управления финансовой деятельностью Б. Вспомогательные 2. Срок завершения замещения должности финансовых менеджеров работниками с высшим экономическим образованием 3. Срок внедрения управленческого учета необходимых финансовых показателей 4. Срок завершения обеспечения финансовых менеджеров необходимыми техническими средствами управления в соответствии с нормативным уровнем и т.д.

Главная, основные и вспомогательные стратегические цели рассматриваются как единая комплексная система и поэтому требуют четкой взаимоувязки с учетом их приоритетности и ранговой значимости. Такая иерархическая взаимосвязь отдельных стратегических целей финансовой деятельности предприятия обеспечивается на основе "дерева целей". В основе этого методического приема лежит графическое отражение взаимосвязи и подчиненности различных целей деятельности (в нашем случае — стратегических целей финансовой деятельности предприятия). Принципиальная схема построения "дерева целей" финансовой стратегии предприятия приведена на рис. 4.6.



Рисунок 4.6. Принципиальная схема построения „дерева целей" финансовой стратегии предприятия.

Заключительный этап формирования целей предусматривает окончательную их индивидуализацию с учетом требований их реализуемости. На этом этапе проверяются корректность формирования отдельных целей с учетом их взаимосвязей (взаимной согласованности). Для обеспечения реализуемости отдельных стратегических целей финансовой деятельности они должны быть конкретизированы по отдельным интервалам стратегического периода. В процессе этой конкретизации обеспечивается динамичность представления системы целевых стратегических нормативов финансовой деятельности, а также их внешняя и внутренняя синхронизация во времени.

Внешняя синхронизация предусматривает согласование во времени разработанных целевых показателей финансовой деятельности с показателями корпоративной, функциональных и бизнес-стратегии развития предприятия, а также с прогнозируемыми изменениями параметров внешней финансовой среды.

Внутренняя синхронизация предусматривает согласование во времени всех целевых стратегических нормативов финансовой деятельности между собой.

Разработанная система целей и целевых нормативов служит критерием оценки успеха или неудачи реализации финансовой стратегии предприятия в предстоящем периоде.

## Понятие стратегических финансовых решений и последовательность их разработки

Цели финансовой стратегии предприятия могут достигаться различными способами. Выбор наиболее эффективных из этих способов осуществляется в процессе принятия стратегических финансовых решений.

Принятие стратегических финансовых решений представляет собой процесс рассмотрения возможных способов достижения стратегических финансовых целей и выбора наиболее эффективных из них для практической реализации с учетом стратегической финансовой позиции конкретного предприятия.

Как видно из данного определения, принимая те или иные стратегические финансовые решения, предприятие связано определенной системой ограничений. С одной стороны, системой таких ограничений выступают возможности стратегического финансового развития предприятия, характеризующиеся его фактической финансовой позицией, а с другой — система стратегических финансовых целей, количественно выраженных в целевых стратегических финансовых нормативах, на реализацию которых направлены те или иные стратегические финансовые решения.

Несмотря на эти ограничения, диапазон возможностей принятия предприятием индивидуализированных стратегических финансовых решений достаточно велик. Этот диапазон, в рамках которого предприятие может принимать свои стратегические финансовые решения, называется "полем принятия стратегических финансовых решений" (рис. 5.1).

ДОСТИГНУТАЯ СТРАТЕГИЧЕСКАЯ ФИНАНСОВАЯ ПОЗИЦИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ	ПОЛЕ ПРИНЯТИЯ СТРАТЕГИЧЕСКИХ ФИНАНСОВЫХ РЕШЕНИЙ	СТРАТЕГИЧЕСКИЕ ЦЕЛИ ФИНАНСОВОГО РАЗВИТИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ
-----------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------

Рисунок 5.1. Возможное поле принятия стратегических финансовых решений предприятия.

Принимаемые стратегические финансовые решения налагают высокую ответственность на финансовых менеджеров в выборе наиболее эффективных путей финансового развития предприятия. Неудачные финансовые решения могут не только сорвать реализацию намеченных стратегических финансовых целей, но и снизить уровень финансового потенциала предприятия, достигнутый им к началу стратегического периода. Поэтому принятие стратегических финансовых решений должно возлагаться на наиболее квалифицированных финансовых менеджеров, достаточно широко ознакомленных со всем основным комплексом проблем предстоящего финансового развития предприятия.

Кроме того, стратегические финансовые решения, принимаемые финансовыми менеджерами, чрезвычайно

сложны, так как требуют учета многих факторов общего экономического и социального развития предприятия. Эта сложность определяется также высоким уровнем неопределенности, генерируемой нестабильностью внешней финансовой среды. Поэтому стратегические финансовые решения не должны носить жестко детерминированный характер и иметь определенный запас маневренности в достижении поставленных стратегических финансовых целей.

Исходя из стратегической финансовой позиции и стратегических целей финансового развития предприятия процесс принятия стратегических финансовых решений осуществляется по следующим основным этапам (рис. 5.2):

СТРАТЕГИЧЕСКАЯ ФИНАНСОВАЯ ПОЗИЦИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ	СТРАТЕГИЧЕСКИЕ ЦЕЛИ ФИНАНСОВОГО РАЗВИТИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ
Выбор главной финансовой стратегии предприятия	
формулировка финансовой политики предприятия по основным аспектам его предстоящей финансовой деятельности	
Формирование портфеля возможных стратегических финансовых альтернатив	
Оценка и отбор стратегических финансовых альтернатив	
Составление программы стратегического финансового развития предприятия	

Рисунок 5.2. Основные этапы процесса принятия стратегических финансовых решений предприятия.

С учетом идентифицированной последовательности процесса принятия стратегических финансовых решений предприятия рассмотрим содержание каждого из этих этапов.

# Выбор главной финансовой стратегии предприятия

Выбор главной финансовой стратегии характеризует основной стратегический выбор предприятия в системе путей достижения стратегических финансовых целей, определяя направленность всех последующих действий по принятию стратегических финансовых решений.

Главная финансовая стратегия предприятия представляет собой избираемое генеральное направление его финансового развития, касающееся всех важнейших аспектов его финансовой деятельности и финансовых отношений, обеспечивающее реализацию его основных стратегических финансовых целей.

Выбор главной финансовой стратегии предприятия в первую очередь зависит от принятой им базовой корпоративной стратегии. Такая зависимость определяется тем, что финансовая стратегия носит подчиненный характер по отношению к базовой корпоративной стратегии и, как и любой другой вид функциональной стратегии, призвана обеспечивать эффективную ее реализацию. Исходя из системы рассмотренных ранее видов базовых корпоративных стратегий предприятия, предлагается следующая система адекватных им видов главной финансовой стратегии (табл. 5.1).

"Стратегия финансовой поддержки ускоренного роста предприятия " (СФПУР) направлена на обеспечение высоких темпов его операционной деятельности, в первую очередь, — объемов производства и реализации продукции. В этих условиях существенно увеличивается потребность в финансовых ресурсах, направляемых на прирост оборот- : ных и внеоборотных активов предприятия. Соответственно, приоритетной доминантной сферой (направлением) стратегического финансового развития предприятия, в наибольшей степени обеспечивающей данный вид главной финансовой стратегии, является возрастание потенциала формирования финансовых ресурсов.

"Стратегия финансового обеспечения устойчивого роста предприятия " (СФОУР) направлена на сбалансирование параметров ограниченного роста операционной деятельности и необходимого уровня финансовой безопасности предприятия. Стабильная поддержка таких параметров в процессе стратегического финансового развития предприятия выдвигает в качестве приоритетной доминантную сферу обеспечения эффективного распределения и использования его финансовых ресурсов.

Таблица 5.1

Рекомендуемая система видов главной финансовой стратегии предприятия, адекватной соответствующим видам его базовой корпоративной стратегии

Виды базовой корпоративной стратегии	Виды главной финансовой стратегии предприятия	Приоритетные доминантные сферы (направления) стратегического финансового развития предприятия, обеспечивающие реализацию его главной финансовой стратегии
1. "Ускоренный рост"	Стратегия финансовой поддержки ускоренного роста предприятия	Ускоренное возрастание потенциала формирования финансовых ресурсов предприятия
2. "Ограниченный рост"	Стратегия финансового обеспечения устойчивого роста предприятия	Обеспечение эффективного распределения и использования финансовых ресурсов предприятия
3. "Сокращение"	Антикризисная финансовая стратегия предприятия	Формирование достаточного уровня финансовой безопасности предприятия

"Антикризисная финансовая стратегия предприятия" (АФС) призвана обеспечить финансовую стабилизацию предприятия в процессе выхода из кризиса операционной его деятельности, вызывающего необходимость сокращения объемов производства и реализации продукции (т.е. процессов выхода из отдельных рынков или их сегментов, сокращения определенных производственных его единиц и т.п.). В этих условиях приоритетной доминантной сферой стратегического финансового развития становится формирование достаточного уровня финансовой безопасности предприятия.

Наряду с видом базовой корпоративной стратегии важным фактором, определяющим выбор главной финансовой стратегии предприятия, является исходная модель его стратегической финансовой позиции. Это связано с тем, что не все варианты этой модели могут поддерживать реализацию тех или иных видов базовой корпоративной стратегии, а соответственно и адекватных им видов главной финансовой стратегии предприятия. Так, например, модель стратегической финансовой позиции предприятия, характеризуемая квадрантом "слабость и угрозы", не может обеспечить базовую корпоративную стратегию "ускоренного роста", т.е. вступает в противоречие и с главной финансовой стратегией — СФПУР.

Ряд моделей стратегической финансовой позиции неэффективны в процессе осуществления отдельных видов главной финансовой стратегии по обратной причине — они не позволяют реализовать в достаточной степени финансовый потенциал предприятия. В качестве примера можно привести модель стратегической финансовой позиции, отражаемой квадрантом "сила и возможности", используемой в процессе реализации базовой корпоративной стратегии "сокращение" и соответственно главной финансовой стратегии — АФС.

Следовательно, для того чтобы главная финансовая стратегия могла быть эффективно реализована в предстоящем периоде, она должна учитывать возможности конкретной модели стратегической финансовой позиции предприятия. Рекомендации по возможным сочетаниям избираемой главной финансовой стратегии предприятия и конкретных моделей его стратегической финансовой позиции, представлены в табл. 5.2.

Как видно из приведенной таблицы, отдельные виды главной финансовой стратегии предприятия могут избираться при различных моделях его стратегической финансовой позиции (но в рамках определенного их диапазона). Конкретная взаимосогласованность этих параметров определяется с учетом степени проявления факторов внешней и внутренней среды предприятия в предстоящем периоде в рамках каждой модели стратегической финансовой позиции предприятия.

Таблица 5.2

Модели стратегической финансовой позиции предприятия, обеспечивающие реализацию отдельных видов его главной финансовой стратегии

Виды главной финансовой стратегии предприятия	Модели стратегической финансовой позиции, согласуемые с его главной финансовой стратегией	
	Наилучшие	Возможные
1. Стратегия финансовой поддержки ускоренного роста предприятия	"Сила и возможности"	"Стабильность и возможности" "Сила и угрозы"
2. Стратегия финансового обеспечения устойчивого роста предприятия	"Стабильность и возможности" "Сила и угрозы"	"Стабильность и угрозы"
3. Антикризисная финансовая стратегия предприятия	"Слабость и угрозы"	"Слабость и возможности"

В процессе выбора главной финансовой стратегии предприятия могут учитываться и другие факторы, в частности, стадия его жизненного цикла, финансовый менталитет его собственников, уровень квалификации финансовых менеджеров.

## Формирование финансовой политики по отдельным аспектам финансовой деятельности

Этот этап стратегического выбора предприятия охватывает отдельные направления финансовой деятельности, определяя виды и типы финансовой политики. 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 1 предприятия может кардинально изменяться под



воздействием непредсказуемых изменений внешней финансовой среды, будучи при этом направленной на реализацию его главной финансовой стратегии.

Формирование финансовой политики предприятия по отдельным аспектам финансовой деятельности предприятия носит обычно многоуровневый характер (число таких уровней определяется, прежде всего, объемом 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 — ее функциональным видом и приоритетным типом реализации.

Примерная система формирования функциональных видов финансовой политики, обеспечивающих реализацию главной финансовой стратегии предприятия, представлена на рис. 5.3.;

Каждый из видов функциональной финансовой политики должен быть дифференцирован по типам ее 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 ее финансовых рисков. Так как уровень результативности финансовой деятельности по отдельным ее параметрам обычно коррелирует с уровнем финансовых рисков, можно констатировать, что агрессивный тип финансовой политики генерирует наиболее высокие уровни финансовых рисков.

ГЛАВНАЯ ФИНАНСОВАЯ СТРАТЕГИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ			
I. Стратегия формирования финансовых ресурсов предприятия	II. Инвестиционная стратегия предприятия	III. Стратегия обеспечения финансовой безопасности предприятия	IV. Стратегия управления финансовой деятельностью предприятия
1. Политика управления прибылью	1. Политика предприятия по основным направлениям инвестирования	1. Политика управления оборотными активами	1. Учетная политика (по блоку финансовых показателей)
2. Амортизационная политика	2. Инвестиционная политика предприятия в отраслевом и региональном разрезе	2. Политика управления структурой капитала	2. Политика управления персоналом (по блоку финансовых менеджеров)
3. Эмиссионная политика		3. Политика управления денежными потоками	
4. Дивидендная политика	3. Политика реального инвестирования	4. Политика финансового инвестирования	3. Инновационная политика (по финансовой деятельности)
5. Политика привлечения заемных финансовых средств		5. Политика финансовой реструктуризации (при кризисном финансовом развитии)	4. Политика организационных преобразований (по организационной структуре финансового управления и организационной культуре финансовых менеджеров)

Рисунок 5.3. Система формируемых функциональных видов финансовой политики в разрезе доминантных сфер стратегического финансового развития предприятия.

"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, ориентированных на минимизацию финансовых рисков. Обеспечивая достаточный уровень финансовой безопасности предприятия, такой тип

финансовой политики не может обеспечить достаточно высоких конечных результатов его финансовой деятельности.

Рекомендации по выбору типа финансовой политики с учетом вида главной финансовой стратегии и модели стратегической финансовой позиции предприятия представлены в табл. 5.3.

Таблица 5.3

Рекомендуемые типы финансовой политики для реализации отдельных видов главной финансовой стратегии предприятия с учетом модели его стратегической финансовой позиции

Тип финансовой политики предприятия	Вид главной финансовой стратегии предприятия	Вариант модели стратегической финансовой позиции предприятия
Агрессивный	Стратегия финансовой поддержки ускоренного роста предприятия	"Сила и возможности" "Сила и угрозы" "Стабильность и возможности"
Умеренный	Стратегия финансового обеспечения устойчивого роста предприятия	"Стабильность и возможности" "Сила и угрозы" "Стабильность и угрозы"
Консервативный	Антикризисная финансовая стратегия предприятия	"Слабость и угрозы" "Слабость и возможности"

Конкретные типы политики по отдельным аспектам Финансовой деятельности предприятия в разрезе стратегических доминант рассматриваются в последующих разделах.

## Формирование, оценка и отбор стратегических финансовых альтернатив

Формирование портфеля возможных стратегических финансовых альтернатив осуществляется исходя из конкретных параметров модели стратегической финансовой позиции предприятия и с учетом сформулированной финансовой политики по отдельным аспектам финансовой деятельности. Содержание этого этапа заключается в формулировке перечня всех возможных способов достижения различных стратегических финансовых целей. Каждый из таких возможных способов представляет собой самостоятельную финансовую альтернативу, а их совокупность — портфель стратегических финансовых альтернатив. Так, например, в рамках умеренной политики формирования прибыли такими альтернативами, направленными на реализацию стратегической цели увеличить сумму чистой прибыли к концу стратегического периода не менее чем в два раза, могут быть:

- увеличение доходов от реализации продукции;
- увеличение прибыли от других видов операционной деятельности;
- увеличение прибыли от инвестиционной деятельности;
- снижение уровня переменных издержек предприятия;

- снижение суммы постоянных издержек предприятия;
- изменение налоговой политики предприятия в целях снижения уровня налогообемости продукции и другие.

При формировании портфеля возможных стратегических финансовых альтернатив по отдельным аспектам финансовой деятельности следует выдвигать больше нетрадиционных способов достижения поставленных целей, которые ранее в финансовой практике предприятия не использовались. В процессе дальнейшей оценки такие финансовые альтернативы могут оказаться наиболее приемлемыми. В процессе оценки отдельных альтернатив наибольшее внимание должно быть уделено использованию современных методов сравнительного финансового анализа. Основными из таких методов могут быть

:

- анализ сценариев;
- анализ чувствительности;
- метод построения дерева решений;
- метод линейного программирования;
- метод имитационного моделирования;
- метод экспертных оценок и другие.

При отборе стратегических финансовых альтернатив наибольшую роль играет система используемых критериев. В качестве таких критериев могут выступать:

- темп роста или абсолютная сумма прироста чистого денежного потока;
- уровень рентабельности собственного капитала;
- уровень финансового риска и другие.

По результатам оценки и предварительного отбора стратегических финансовых альтернатив проводится их ранжирование по избранным критериям. Окончательное стратегическое финансовое решение принимается на основе такого ранжированного возможного их перечня.

Заключительным этапом разработки стратегии является составление программы стратегического финансового развития предприятия. Такая программа должна отражать основные результаты стратегического финансового выбора предприятия и обеспечивать их синхронизацию по доминантным сферам и сегментам стратегического финансового развития, а также по срокам реализации отдельных взаимозависимых стратегических решений. Программа не должна содержать жестко детерминированных действий по обеспечению стратегических целей финансового развития предприятия, обозначая только направления этих действий.

Примерный формат программы стратегического финансового развития предприятия представлен в табл. 5.4.

Наименование доминантных сфер (направлений) стратегического финансового развития предприятия	Стратегические цели финансового развития в рамках соответствующей доминантной сферы	Система целевых стратегических финансовых нормативов и заданий	Финансовая политика по отдельным аспектам финансовой деятельности в перспективном периоде
1	2	3	

Система основных направлений действий по реализации стратегических целей финансового развития предприятия	Срок завершения предусматриваемых стратегических действий	финансовое подразделение (или конкретный финансовый менеджер), ответственное за осуществление предусматриваемых действий
4	5	6

Разработанная программа стратегического финансового развития предприятия

должна быть утверждена собственниками (их представителями) и высшими руководителями предприятия.

## Концепция и методический инструментарий оценки стоимости денег во времени

Разработка стратегических финансовых показателей требует осуществления различного рода финансово-экономических расчетов, связанных с потоками денежных средств в разные периоды времени. Ключевую роль в этих расчетах играет оценка стоимости денег во времени.

Концепция стоимости денег во времени состоит в том, что стоимость денег с течением времени изменяется с учетом 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 в стратегическом периоде используется 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 определенный период времени с учетом определенной 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, приведенную с учетом определенной ставки процента к настоящему периоду времени. Определение настоящей стоимости денег характеризует процесс дисконтирования их стоимости, который представляет операцию, обратную наращиванию, осуществляемую путем 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 ее перерасчеты 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 платежном интервале сама приносит доход. Начисление сложного процента применяется, как правило, при долгосрочных финансовых операциях (инвестировании, кредитовании и т.п.).

Расчеты 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 расчета 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 четко 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 определен и конечный срок возврата основной- его суммы. Одним из наиболее распространенных 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 расчете на 1 единицу денежного капитала. Обычно процентная ставка характеризует соотношение годовой суммы процента и суммы предоставленного (заимствованного) денежного капитала (выраженное в 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. Этот методический инструментарий дифференцируется в разрезе следующих видов вычислений (рис. 6.1).

I. Методический инструментарий оценки стоимости денег по простым процентам использует наиболее упрощенную систему расчетных алгоритмов.

ДИФФЕРЕНЦИАЦИЯ МЕТОДИЧЕСКИХ ПОДХОДОВ К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ДЕНЕГ ВО ВРЕМЕНИ		
МЕТОДИЧЕСКИЙ ИНСТРУМЕНТАРИЙ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ДЕНЕГ ПРИ ДИСКРЕТНЫХ ПОТОКАХ ПЛАТЕЖЕЙ ПО ПРОСТЫМ ПРОЦЕНТАМ	МЕТОДИЧЕСКИЙ ИНСТРУМЕНТАРИЙ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ДЕНЕГ ПРИ ДИСКРЕТНЫХ ПОТОКАХ ПЛАТЕЖЕЙ ПО СЛОЖНЫМ ПРОЦЕНТАМ	МЕТОДИЧЕСКИЙ ИНСТРУМЕНТАРИЙ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ДЕНЕГ ПРИ АННУИТЕТЕ
В процессе наращивания стоимости	В процессе наращивания стоимости	В процессе наращивания стоимости
В процессе дисконтирования стоимости	В процессе дисконтирования стоимости	В процессе дисконтирования стоимости

Рисунок 6.1. Систематизация основных методических подходов к оценке стоимости денег во времени.

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

Сумма процента за обусловленный период времени в целом = Первоначальная сумма (стоимость) денежных средств Количество интервалов, по которым осуществляется расчет процентных платежей, в общем обусловленном периоде

времени Используемая процентная ставка, выраженная десятичной дробью.

В этом случае будущая стоимость вклада (5) с учетом начисленной суммы процента определяется по формуле:

Стоимость денежных средств = Первоначальная сумма (стоимость) денежных средств + Сумма процента за обусловленный период времени в целом = Первоначальная сумма (стоимость) денежных средств  $(1 + \text{Количество интервалов, по которым осуществляется расчет процентных, Используемая процентная ставка, выраженная десятичной дробью})$

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

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

Сумма дисконта (рассчитанная по простым процентам) за обусловленный период времени в целом = Стоимость денежных средств; - Стоимость денежных средств  $(1 / (1 + \text{Количество интервалов, по которым осуществляется расчет процентных платежей, в общем обусловленном периоде времени; Используемая дисконтная ставка, выраженная десятичной дробью}))$ .

В этом случае настоящая стоимость денежных средств /P) с учетом рассчитанной суммы дисконта определяется по следующим формулам:

Первоначальная сумма (стоимость) денежных средств = Стоимость денежных средств - Сумма дисконта (рассчитанная по простым процентам) за обусловленный период времени в целом = Стоимость денежных средств  $(1 / (1 + \text{Количество интервалов, по которым осуществляется расчет процентных платежей, в общем обусловленном периоде времени; Используемая дисконтная ставка, выраженная десятичной дробью}))$ .

Используемый в обоих случаях множитель  $(1 / (1 + \text{Количество интервалов, по которым осуществляется расчет процентных платежей, в общем обусловленном периоде времени; Используемая дисконтная ставка, выраженная десятичной дробью}))$  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 усложненную систему расчетных алгоритмов.

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

Будущая стоимость вклада (денежных средств) при его наращивании по сложным процентам = Первоначальная сумма вклада  $(1 + \text{Используемая процентная ставка, выраженная десятичной дробью})^{\text{количество интервалов, по которым осуществляется каждый процентный платеж, в общем обусловленном периоде времени}}$

Соответственно сумма процента (Ic) в этом случае определяется по формуле:

Сумма процента = Будущая стоимость вклада (денежных средств) при его наращивании по сложным процентам - Первоначальная сумма вклада

Графически процесс наращивания стоимости вклада по сложным процентам представлен на рисунке 4.5.

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

Первоначальная сумма вклада = Будущая стоимость вклада при его наращивании, обусловленная условиями инвестирования  $/(1 + \text{Используемая дисконтная ставка, выраженная десятичной дробью})^{\text{количество интервалов, по которым осуществляется каждый процентный платеж, в общем обусловленном периоде времени}}$

Соответственно сумма дисконта (Dc) в этом случае определяется по формуле:

Сумма дисконта = Будущая стоимость вклада при его наращивании, обусловленная условиями инвестирования - Первоначальная сумма вклада

3. При определении средней процентной ставки, используемой в расчетах 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 расчетах 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 платеж, в общем обусловленном периоде времени.

4. Длительность общего периода платежей, выраженная количеством его интервалов, в расчетах стоимости денежных средств по сложным процентам определяется путем 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:

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

где  $i_z$  — 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 платеж 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 платежного 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  $(1/(1+i)^n)$  называются 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 платежных интервалов можно легко вычислить на стоящую 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 расчете будущей стоимости аннуитета на условиях предварительных платежей (пренумерандо) используется следующая формула:

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

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 платеж, в общем обусловленном периоде времени.

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

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

где  $SA_{post}$  — будущая стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях последующих платежей (постнумерандо);

$R$  — член аннуитета, характеризующий размер отдельного платежа;

$i$  — используемая процентная ставка, выраженная десятичной дробью;

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

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

$$PA_{pre} = R \times \frac{(1+i)^n}{i} \times (1+i)$$

где  $PA_{pre}$  — 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 платеж, в общем обусловленном периоде времени.

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

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

где  $PA_{post}$  — настоящая стоимость аннуитета, осуществляемого на условиях последующих платежей (постнумерандо);

$R$  — член аннуитета, характеризующий размер отдельного платежа;

$i$  — используемая процентная (дисконтная) ставка, выраженная десятичной дробью;

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

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

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

где R — размер отдельного платежа по аннуитету (член аннуитета при предопределенной будущей его стоимости);

SA<sub>post</sub> — будущая стоимость аннуитета (осуществляемого на условиях последующих платежей);

i — используемая процентная ставка, выраженная десятичной дробью;

n — количество интервалов, по которым намечается осуществлять каждый платеж, в обусловленном периоде времени.

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

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

где R — размер отдельного платежа по аннуитету (член аннуитета при известной текущей его стоимости);

PA<sub>post</sub> — настоящая стоимость аннуитета (осуществляемого на условиях последующих платежей);

i — используемая процентная ставка, выраженная десятичной дробью;

n — количество интервалов, по которым намечается осуществлять каждый платеж, в обусловленном периоде времени.

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

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

$$SA_{post} = R \times I_a$$

где SA<sub>post</sub> — будущая стоимость аннуитета (осуществляемого на условиях последующих платежей);

R — член аннуитета, характеризующий размер отдельного платежа;

I<sub>a</sub> — множитель наращивания стоимости аннуитета, определяемый по специальным таблицам, с учетом принятой процентной ставки и количества интервалов в периоде платежей.

Соответственно, формула для определения настоящей стоимости аннуитета имеет вид:

$$PA_{post} = R \times D_a$$

где PA<sub>post</sub> — настоящая стоимость аннуитета (осуществляемого на условиях последующих платежей);

R — член аннуитета, характеризующий размер отдельного платежа;

D<sub>a</sub> — дисконтный множитель аннуитета, определяемый по специальным таблицам, с учетом принятой процентной (дисконтной) ставки и количества интервалов в периоде платежей.

Использование стандартных множителей (коэффициентов) наращивания и

дисконтирования стоимости существенно ускоряет и облегчает процесс оценки стоимости денег во времени при расчете стратегических финансовых показателей.

## Концепция и методический инструментарий учета фактора инфляции

В расчетах стратегических финансовых показателей 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 происходит 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, нераспределенной прибыли, инструментов финансового инвестирования и т.п.); занижение себестоимости производства продукции, вызывающее искусственный рост суммы прибыли и приводящее к росту налоговых отчислений с нее; падение реального уровня предстоящих доходов предприятия и т.п. Особенно сильно фактор инфляции сказывается на проведении долгосрочных стратегических финансовых операций предприятия.

Стабильность проявления фактора инфляции и его активное воздействие на результаты финансовой деятельности предприятия определяют необходимость учета влияния этого фактора в процессе расчетов стратегических финансовых показателей. Концепция учета влияния фактора инфляции в управлении различными аспектами финансовой деятельности предприятия заключается в необходимости реального отражения стоимости его активов и денежных потоков, а также в обеспечении возмещения потерь доходов, вызываемых инфляционными процессами, при осуществлении расчетов стратегических показателей. 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 определенном 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 путем суммирования базового их уровня на начало периода (принимаемого за единицу) и темпа инфляции в этом же периоде (выраженного десятичной дробью).

При расчетах, связанных с корректировкой стоимости денег с учетом 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 учета изменения покупательной стоимости денег в рассматриваемом периоде.

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

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

Номинальная процентная ставка характеризует ставку процента, устанавливаемую без учета изменения покупательной способности денег в связи с инфляцией (или общую процентную ставку, в которой не элиминирована ее инфляционная



составляющая).

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

С учетом рассмотренных базовых понятий формируется конкретный методический инструментарий, позволяющий учесть фактор инфляции в процессе расчетов стратегических финансовых показателей предприятия. Этот методический инструментарий дифференцируется в разрезе следующих основных вычислений (рис. 6.2).

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

1. При прогнозировании годового темпа инфляции используется следующая формула:

$$\text{ТИГ} = (1 + \text{ТИМ})^{12} - 1,$$

где ТИГ — прогнозируемый годовой темп инфляции, выраженный десятичной дробью; ТИМ — ожидаемый среднемесячный темп инфляции в предстоящем периоде, выраженный десятичной дробью.

2. При прогнозировании годового индекса инфляции используются следующие формулы:

$$\text{ИИГ} = 1 + \text{ТИГ}$$

или

$$\text{ИИГ} = (1 + \text{ТИМ})^{12},$$

где ИИГ — прогнозируемый годовой индекс инфляции, выраженный десятичной дробью;

ТИГ — прогнозируемый годовой темп инфляции, выраженный десятичной дробью (рассчитанный по ранее приведенной формуле);

ТИМ — ожидаемый среднемесячный темп инфляции, выраженный десятичной дробью.

ДИФФЕРЕНЦИАЦИЯ МЕТОДИЧЕСКИХ ПОДХОДОВ К УЧЕТУ ФАКТОРА ИНФЛЯЦИИ В ПРОЦЕССЕ СТРАТЕГИЧЕСКОГО ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА			
Методический инструментарий прогнозирования годового темпа и индекса инфляции на основе ожидаемых среднемесячных ее темпов	Методический инструментарий формирования реальной процентной ставки с учетом фактора инфляции	Методический инструментарий оценки стоимости денежных средств с учетом фактора инфляции	Методический инструментарий формирования необходимого уровня доходности финансовых операций с учетом фактора инфляции
Прогнозирование годового темпа инфляции	Оценка будущей стоимости денежных средств		Определение необходимого размера инфляционной премии
Прогнозирование годового индекса инфляции	Оценка настоящей стоимости денежных средств		Определение общего уровня доходности финансовых операций

Рисунок 6.2. Систематизация основных методических подходов к учету фактора инфляции в процессе стратегического управления финансовой деятельностью предприятия.

Методический инструментарий формирования реальной процентной ставки с учетом фактора инфляции основывается на прогнозируемом номинальном ее уровне на финансовом рынке (результаты такого прогноза отражены обычно в ценах фьючерсных и опционных контрактов, заключаемых на фондовой бирже) и результатах прогноза годовых темпов инфляции. В основе расчета реальной процентной ставки с учетом фактора инфляции лежит Модель Фишера, которая имеет следующий вид:

Реальная процентная ставка (фактическая или прогнозируемая в определенном периоде), выраженная десятичной дробью = (Номинальная процентная ставка (фактическая или прогнозируемая в определенном периоде), выраженная десятичной дробью - Темп инфляции (фактический или прогнозируемый в определенном периоде), выраженный десятичной дробью) / (1 + Темп инфляции (фактический или прогнозируемый в определенном периоде), выраженный десятичной дробью).

Методический инструментарий оценки стоимости денежных средств с учетом фактора инфляции позволяет осуществлять расчеты как будущей, так и настоящей их стоимости с соответствующей "инфляционной составляющей".

В основе осуществления этих расчетов лежит формируемая реальная процентная ставка.

1. При оценке будущей стоимости денежных средств с учетом фактора инфляции используется следующая формула (представляющая собой модификацию рассмотренной ранее Модели Фишера):

$$S_H = P \times [(1 + I_p) \times (1 + TI)]^n$$

где  $S_H$  — номинальная будущая стоимость вклада (денежных средств), учитывающая фактор инфляции;

$P$  — первоначальная сумма вклада;

$I_p$  — реальная процентная ставка, выраженная десятичной дробью;

$TI$  — прогнозируемый темп инфляции, выраженный десятичной дробью;

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

2. При оценке настоящей стоимости денежных средств с учетом фактора инфляции используется следующая формула:

$$P_p = \frac{S_H}{[(1 + I_p) \times (1 + TI)]^n}$$

где  $P_p$  — реальная настоящая сумма вклада (денежных средств), учитывающая фактор инфляции;

$S_H$  — ожидаемая номинальная будущая стоимость вклада (денежных средств);

$I_p$  — реальная процентная ставка, используемая в процессе дисконтирования стоимости, выраженная десятичной дробью;

$TI$  — прогнозируемый темп инфляции, выраженный десятичной дробью;

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

4. Методический инструментарий формирования необходимого уровня доходности финансовых операций с учетом фактора инфляции, с одной стороны, призван обеспечить расчет суммы и уровня "инфляционной премии", а с другой — расчет общего уровня номинального дохода, обеспечивающего возмещение инфляционных потерь и получение необходимого уровня реальной прибыли.

1. При определении необходимого размера инфляционной премии используется следующая формула:

Сумма инфляционной премии в определенном периоде = Первоначальная стоимость денежных средств Темп инфляции в рассматриваемом периоде, выраженный десятичной дробью.

2. При определении общей суммы необходимого дохода по финансовой операции с учетом фактора инфляции используется следующая формула:

Общая номинальная сумма необходимого дохода по финансовой операции с учетом фактора инфляции в рассматриваемом периоде = Реальная сумма необходимого дохода по финансовой операции в рассматриваемом периоде, исчисленная по простым или сложным процентам с использованием реальной процентной ставки + Сумма инфляционной премии в рассматриваемом периоде.

Зависимость общей суммы необходимого дохода и размера инфляционной премии от темпа инфляции может быть представлена графически (рисунок 6.3).

3. При определении необходимого уровня доходности финансовых операций с учетом фактора инфляции используется следующая формула:

Необходимый уровень доходности финансовых операций с учетом фактора инфляции, выраженный десятичной дробью = (Общая номинальная сумма необходимого дохода по финансовой операции в рассматриваемом периоде / Реальная сумма необходимого дохода по финансовой операции в рассматриваемом периоде) - 1

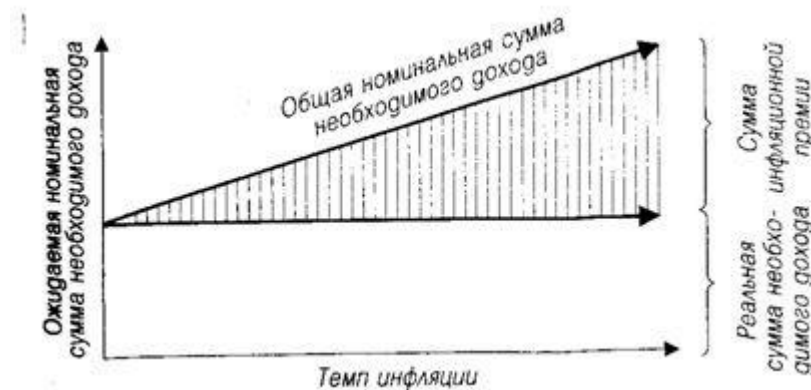


Рисунок 6.3. Зависимость номинальной суммы необходимого дохода и размера инфляционной премии от темпа инфляции.

Следует отметить, что прогнозирование темпов инфляции представляет собой довольно сложный и трудоемкий вероятностный процесс, в значительной степени подверженный влиянию субъективных факторов. Поэтому в практике стратегического финансового менеджмента может быть использован более простой способ учета фактора инфляции. В этих целях стоимость денежных средств при их последующем наращении или размер необходимого дохода при последующем его дисконтировании пересчитывается заранее из национальной валюты в одну из "сильных" (т.е. в наименьшей степени подверженных инфляции) свободно конвертируемых валют по курсу на момент проведения расчетов. Процесс наращения или дисконтирования стоимости осуществляется затем по реальной процентной ставке (минимальной реальной норме прибыли на капитал). Такой способ оценки настоящей или будущей стоимости необходимого дохода позволяет вообще исключить из его расчетов фактор инфляции внутри страны.

## Понятие финансовых ресурсов предприятия и принципы их формирования

Важнейшей доминантной сферой общей финансовой стратегии предприятия является стратегия формирования его финансовых ресурсов. Под финансовыми ресурсами предприятия понимается совокупность аккумулируемых им собственных и заемных денежных средств и их эквивалентов в форме целевых денежных фондов, предназначенных для обеспечения его хозяйственной деятельности в предстоящем периоде. Система целевых денежных фондов, в разрезе которых осуществляется формирование финансовых ресурсов предприятия, по своему экономическому содержанию может быть агрегирована в следующие три группы — фонд возмещения; фонд потребления; фонд накопления. В стратегическом процессе предприятия основное внимание уделяется формированию финансовых ресурсов, направляемых в фонд накопления (инвестиционных финансовых ресурсов), который служит финансовой базой реализации как корпоративной стратегии предприятия, так и его функциональных стратегий и стратегий бизнес-единиц. Инвестиционные ресурсы представляют собой часть совокупных финансовых ресурсов предприятия, направляемых им для осуществления вложений в разнообразные объекты инвестирования, обеспечивающие реализацию его стратегических целей и программ. Стратегическое управление процессом формирования финансовых ресурсов предприятия предопределяет необходимость предварительной их классификации. Такая классификация представлена в табл. 7.1.

Классификация финансовых ресурсов предприятия, используемая в процессе стратегического управления их формированием

Признак классификации	Классификационные группы
1. Титул собственности	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Собственные финансовые ресурсы</li> <li>• Заемные финансовые ресурсы</li> </ul>
2. Группа источников привлечения по отношению к предприятию	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Финансовые ресурсы, формируемые из внутренних источников</li> <li>• Финансовые ресурсы, формируемые из внешних источников</li> </ul>
3. Временной период привлечения	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Финансовые ресурсы, привлекаемые на долгосрочной основе</li> <li>• Финансовые ресурсы, привлекаемые на краткосрочной основе</li> </ul>

1. По титулу собственности формируемые предприятием финансовые ресурсы подразделяются на два основных вида — собственные и заемные. В системе стратегического управления процессом формирования финансовых ресурсов предприятия такое их разделение носит определяющий характер.

- Собственные финансовые ресурсы характеризуют общую стоимость денежных средств предприятия и их эквивалентов, принадлежащих им на правах собственности, т.е. составляющих часть его собственного капитала.
- Заемные финансовые ресурсы характеризуют привлекаемый предприятием капитал во всех его формах на возвратной основе. Все формы заемных финансовых ресурсов, формируемых предприятием для осуществления предстоящей хозяйственной деятельности, представляют собой его финансовые обязательства, подлежащие погашению в предусмотренные сроки.

2. По группам источников привлечения по отношению к предприятию выделяют финансовые ресурсы, привлекаемые из внутренних и внешних источников.

- Финансовые ресурсы, привлекаемые из внутренних источников, характеризуют собственную их часть, формируемую непосредственно на предприятии для обеспечения его развития. Основу собственных финансовых ресурсов, формируемых из внутренних источников, составляет чистая прибыль предприятия (капитализируемая часть этой прибыли соответственно составляет основу собственных инвестиционных ресурсов предприятия).
- Финансовые ресурсы, привлекаемые из внешних источников, характеризуют ту их часть, которая формируется вне пределов предприятия. Она охватывает привлекаемый со стороны как собственный, так и заемный капитал. Состав этой группы источников формирования финансовых ресурсов предприятия довольно многочисленный (он будет подробно рассмотрен в последующих разделах).

3. По временному периоду привлечения выделяют следующие виды финансовых ресурсов:

Финансовые ресурсы, привлекаемые на долгосрочной основе. Они состоят из собственных финансовых ресурсов предприятия, а также из заемных их видов, привлекаемых на срок более одного года. Совокупность собственного и долгосрочного заемного капитала, сформированного предприятием, характеризуется

термином "перманентный капитал". Финансовые ресурсы, привлекаемые на долгосрочной основе, являются основным объектом стратегического управления процессом их формирования на предприятии.

- Финансовые ресурсы, привлекаемые на краткосрочной основе. Они формируются предприятием на период до одного года. В стратегическом процессе они используются обычно для удовлетворения временных инвестиционных потребностей. Уровень эффективности финансовой стратегии предприятия в целом во многом определяется целенаправленным формированием его финансовых ресурсов. Основной целью формирования финансовых ресурсов предприятия является удовлетворение потребностей в формировании необходимых активов, обеспечивающих развитие его хозяйственной деятельности в стратегической перспективе.

С учетом этой цели процесс формирования финансовых ресурсов предприятия строится на основе следующих принципов:

1. Учет перспектив развития хозяйственной деятельности предприятия. Процесс формирования объема и структуры финансовых ресурсов предприятия подчинен целям обеспечения хозяйственной деятельности на всех этапах стратегического периода ее развития. Обеспечение этой перспективности формирования финансовых ресурсов предприятия достигается в процессе долгосрочного планирования их объема и структуры источников.

2. Выделение в общем объеме финансовых ресурсов инвестиционной их части. Общая потребность в инвестиционных ресурсах предприятия основывается на расчетах объемов инвестирования, обеспечивающего реализацию как корпоративной его стратегии, так и функциональных его стратегий, а также стратегий отдельных бизнес-единиц.

3. Обеспечение оптимальной структуры формирования финансовых ресурсов с позиций финансовой безопасности предприятия. Оптимальная структура формирования финансовых ресурсов обеспечивает финансовое равновесие предприятия в процессе его стратегического развития.

Реализация этих принципов составляет основное содержание процесса стратегического управления формированием финансовых ресурсов предприятия.

## Методы прогнозирования общего объема инвестиционных ресурсов

В системе стратегического управления формированием финансовых ресурсов предприятия основная роль отводится определению объема формирования инвестиционной их части.

При прогнозировании общего объема инвестированных ресурсов предприятия на предстоящий период следует, прежде всего, учитывать, что этот показатель формируется в рамках определенных минимальных и максимальных границ. Возможное поле формирования этого показателя представлено на рис. 7.1.

Объем «критической массы инвестиций» (минимальный объем инвестиционной деятельности предприятия)	ВОЗМОЖНОЕ ПОЛЕ ФОРМИРОВАНИЯ ОБЪЕМА ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕСУРСОВ ПРЕДПРИЯТИЯ	Объем инвестиционных потребностей (максимальный объем инвестиционной деятельности предприятия)
--------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------

Рисунок 7.1. Возможное поле формирования объема инвестиционных ресурсов предприятия с учетом объективных ограничений.  
Минимальной границей объема формирования инвестиционных ресурсов



предприятия выступает "критическая масса инвестиций". Этот показатель характеризует минимальный объем инвестиционной поддержки операционной деятельности предприятия (в форме обеспечения достаточного уровня и своевременной реновации операционных внеоборотных активов, а также формирования необходимого объема оборотных активов), при котором возможно формирование его чистой прибыли. Снижение объема инвестиционного обеспечения операционной деятельности предприятия до уровня, меньшего, чем "критическая масса инвестиций" будет означать стагнацию предприятия, ведущую к его банкротству. Показатель "критической массы инвестиций" количественно определяется исходя из индивидуальных условий осуществления операционной деятельности конкретным предприятием.

Максимальной границей объема формирования инвестиционных ресурсов предприятия выступает "объем его инвестиционных потребностей", определяемый на основе целевых нормативов его корпоративной (и финансовой) стратегии, обеспечиваемых инвестиционной деятельностью. Излишне сформированный объем инвестиционных ресурсов предприятия (по отношению к объему его инвестиционных потребностей в перспективном периоде) будет терять свою реальную стоимость во времени (потери упущенных возможностей), от инфляции, т.е. отрицательно влиять на его перспективную стратегическую финансовую позицию.

Наряду с рассмотренными объективными ограничениями общий объем инвестиционных ресурсов предприятия в перспективном периоде формируется с учетом избранного типа политики этого формирования. Влияние типа политики формирования инвестиционных ресурсов предприятия на общий их объем можно проследить по данным рис. 7.2.

Как видно из приведенного рисунка, показатель общего объема инвестиционных ресурсов предприятия варьирует в довольно широком диапазоне в зависимости от типа политики их формирования. Но амплитуда этого колебания определяется рамками ранее рассмотренных объективных ограничений и регулируется за счет привлекаемого объема заемных инвестиционных ресурсов. Так, при консервативной политике минимальный объем привлечения заемных инвестиционных ресурсов определяется как разность между "критической массой инвестиций" и возможным объемом формирования собственных инвестиционных ресурсов (если эти возможности ниже "критической массы инвестиций"). Соответственно, при агрессивной политике максимальный объем привлечения заемных инвестиционных ресурсов определяется как разность между полным объемом инвестиционных потребностей предприятия и возможным объемом формирования его собственных инвестиционных ресурсов.

С учетом рассмотренных условий — объективных ограничений и типа политики формирования инвестиционных ресурсов, избранной предприятием, — общий их объем в перспективном периоде прогнозируется на основе Двух принципиальных подходов: а) исходя из возможностей формирования предприятием инвестиционных ресурсов; б) исходя из полного удовлетворения объема инвестиционных потребностей предприятия.

ВОЗМОЖНЫЙ ОБЪЕМ ФОРМИРОВАНИЯ СОБСТВЕННЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕСУРСОВ	ВОЗМОЖНЫЙ ОБЪЕМ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ЗАЕМНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕСУРСОВ		
Общий объем инвестиционных ресурсов предприятия при консервативной политике их формирования			
Общий объем инвестиционных ресурсов предприятия при умеренной политике их формирования			
Общий объем инвестиционных ресурсов предприятия при агрессивной политике их формирования			

Рисунок 7.2. Влияние типа политики формирования инвестиционных ресурсов предприятия на их общий объем.

Метод прогнозирования инвестиционных ресурсов исходя из возможностей их формирования предприятием в перспективном периоде используется обычно в тех случаях, когда возможности их привлечения на рынке капитала ограничены (т.е. низкий уровень финансовой гибкости предприятия не позволяет ему привлекать из внешних источников достаточно ощутимые объемы как собственного, так и заемного капитала). Этот метод прогнозирования инвестиционных ресурсов в наибольшей степени корреспондирует с консервативной политикой их формирования, хотя не противоречит и умеренному типу этой политики.

Прогнозные расчеты общего объема и структуры инвестиционных ресурсов предприятия с использованием этого метода осуществляются в такой последовательности (рис. 7.3):

1. Определение суммы чистого денежного потока предприятия по операционной деятельности
2. Определение коэффициента участия инвестиционных ресурсов в общем объеме финансовых ресурсов предприятия
3. Определение возможного объема формирования собственных инвестиционных ресурсов предприятия за счет внутренних источников
4. Определение возможного объема привлечения собственных инвестиционных ресурсов предприятия за счет внешних источников
5. Определение возможного объема привлечения заемного капитала в инвестиционных целях
6. Определение общего объема инвестиционных ресурсов предприятия в предстоящем периоде

Рисунок 7.3. Основные этапы прогнозирования инвестиционных ресурсов исходя из возможностей их формирования предприятием в перспективном периоде.

На первом этапе прогнозируется сумма чистого денежного потока по операционной деятельности, которая составляет основу формирования общей суммы финансовых ресурсов предприятия за счет собственных внутренних источников. В процессе этого прогнозирования особое внимание уделяется определению таких элементов суммы чистого Денежного потока по операционной деятельности, как амортизационные отчисления и чистая прибыль, формирование которых носит наиболее устойчивый и предсказуемый характер.

На втором этапе определяется коэффициент участия инвестиционных ресурсов в общем объеме собственных финансовых ресурсов предприятия, формируемых из внутренних источников. Расчет этого показателя осуществляется на основе анализа динамики его значения за ряд предшествующих лет, которое определяется на основе следующей формулы:

Коэффициент участия инвестиционных ресурсов в общем объеме собственных финансовых ресурсов предприятия в рассматриваемом периоде = Сумма собственных финансовых ресурсов, сформированных за счет внутренних источников, направленных на финансирование инвестиционной деятельности предприятия в рассматриваемом периоде / Общая сумма финансовых ресурсов предприятия, сформированная за счет внутренних источников

При моделировании этого показателя на перспективу должны быть учтены предполагаемые изменения в дивидендной политике и другие внеинвестиционные потребности предприятия, обеспечиваемые за счет чистой прибыли.

На третьем этапе рассчитывается возможный объем формирования собственных инвестиционных ресурсов за счет внутренних источников. Определение этого объема осуществляется по следующей формуле:

Прогнозируемый объем формирования собственных инвестиционных ресурсов предприятия за счет внутренних источников = Прогнозируемая сумма чистого денежного потока предприятия по операционной деятельности Коэффициент участия инвестиционных ресурсов в общем объеме собственных финансовых ресурсов предприятия, сформированных из внутренних источников, в перспективном периоде.

На четвертом этапе изучается возможность привлечения предприятием собственных инвестиционных ресурсов из внешних источников (за счет

дополнительной эмиссии акций, привлечения дополнительного паевого капитала и т.п.) • Если такая возможность имеется, то планируется объем возможного привлечения капитала за счет таких источников. Учитывая, что стоимость привлечения такого капитала является для предприятия наиболее высокой, весь его объем направляется на финансирование инвестиционной деятельности в расчете на последующую его окупаемость.

На пятом этапе определяются возможности привлечения в инвестиционных целях долгосрочного заемного капитала. Эти возможности в первую очередь определяются уровнем финансовой гибкости предприятия, отраженным в его стратегической финансовой позиции. Минимально возможные объемы формирования долгосрочного заемного капитала (в любых его формах — банковского кредита, финансового лизинга, облигационного займа и т.п.) также предусматриваются к направлению на финансирование инвестиционной деятельности предприятия.

На шестом этапе прогнозируется общий объем инвестиционных ресурсов предприятия на основе суммирования отдельных их элементов. Этот расчет осуществляется по формуле:

Прогнозируемый общий объем инвестиционных ресурсов предприятия =  
Прогнозируемый объем формирования собственных инвестиционных ресурсов за счет внутренних источников + Прогнозируемый объем формирования собственных инвестиционных ресурсов за счет внешних источников + Прогнозируемый объем формирования заемных инвестиционных ресурсов (на долгосрочной основе).  
Полученный показатель должен быть сопоставлен с "критической массой инвестиций", определенной для данного предприятия. При необходимости доведения прогнозируемого общего объема инвестиционных ресурсов до Указанного критического уровня рассматриваются резервы возможного их увеличения по каждому из элементов.

Метод прогнозирования инвестиционных ресурсов исходя из полного удовлетворения объема инвестиционных потребностей основан на балансировании объемов этих двух показателей. При этом методе прогнозные расчеты направлены на установление структуры инвестиционных ресурсов в перспективном периоде.

Использование этого метода предполагает, что предприятие обладает достаточным уровнем финансовой гибкости для удовлетворения потребностей в формировании необходимого объема инвестиционных ресурсов за счет внешних источников. Этот метод прогнозирования инвестиционных ресурсов в наибольшей степени корреспондирует с агрессивной политикой их формирования, хотя может успешно применяться и при умеренном типе этой политики.

Прогнозные расчеты общего объема и структуры инвестиционных ресурсов предприятия с использованием этого метода осуществляются в такой последовательности (рис. 7.3):

1. Определение необходимого общего объема формирования инвестиционных ресурсов предприятия в предстоящем периоде
2. Определение возможного объема формирования собственных инвестиционных ресурсов из внутренних источников
3. Определение возможного объема формирования собственных инвестиционных ресурсов за счет внешних источников
4. Определение необходимого объема привлечения заемного капитала в инвестиционных целях
5. Определение структуры инвестиционных ресурсов предприятия в предстоящем периоде

Рисунок 7.3. Основные этапы прогнозирования инвестиционных ресурсов исходя из полного удовлетворения объема инвестиционных потребностей предприятия в перспективном периоде.

На первом этапе прогнозируется необходимая общая сумма инвестиционных ресурсов, призванная в полной мере обеспечить инвестиционные потребности (планируемые объемы инвестиционной деятельности) предприятия в предстоящем периоде. Эта общая сумма инвестиционных ресурсов определяется балансовым методом исходя из следующего алгоритма:

Общая сумма инвестиционных ресурсов — предприятия	=	Общая сумма инвестиционных потребностей предприятия
---------------------------------------------------	---	-----------------------------------------------------

На втором этапе определяется прогнозируемый объем формирования собственных инвестиционных ресурсов предприятия из внутренних источников. Расчеты этого объема аналогичны ранее рассмотренному методу прогнозирования (по первому, второму и третьему этапам).

На третьем этапе определяется целесообразность и возможность привлечения предприятием собственных инвестиционных ресурсов из внешних источников. При наличии высокого уровня финансовой гибкости эта целесообразность определяется исходя из выбранного типа политики формирования инвестиционных ресурсов предприятия.

На четвертом этапе определяется необходимый объем привлечения заемного капитала в инвестиционных целях. Расчет этого объема осуществляется по следующей формуле:

Необходимый объем формирования заемных финансовых ресурсов (на долгосрочной основе) = Прогнозируемый общий объем инвестиционных ресурсов (соответствующий объему инвестиционных потребностей предприятия) - Прогнозируемый объем формирования собственных инвестиционных ресурсов за счет внутренних источников - Прогнозируемый объем формирования собственных инвестиционных ресурсов за счет внешних источников

Для оценки результатов прогнозирования общей суммы и структуры инвестиционных ресурсов используются следующие оценочные показатели:

Коэффициент обеспеченности предстоящей инвестиционной деятельности предприятия инвестиционными ресурсами. Его расчет осуществляется по результатам только первого метода прогнозирования на основе следующей формулы:

Коэффициент обеспеченности предстоящей инвестиционной деятельности предприятия инвестиционными ресурсами = Прогнозируемый общий объем инвестиционных ресурсов предприятия / Прогнозируемый полный объем инвестиционных потребностей предприятия.

Коэффициент участия инвестиционных ресурсов в прогнозируемом общем объеме финансовых ресурсов предприятия. Его расчет осуществляется по следующей формуле:

Коэффициент участия инвестиционных ресурсов в планируемом общем объеме финансовых ресурсов предприятия = Прогнозируемый общий объем инвестиционных ресурсов предприятия / Прогнозируемый общий объем финансовых ресурсов предприятия.

В процессе оценки рассчитанные значения указанных коэффициентов сопоставляются с ранее достигнутыми, а также с соответствующими целями инвестиционной политики предприятия.

## Методический инструментарий оценки стоимости формируемых финансовых ресурсов

Процесс формирования финансовых ресурсов предприятия неразрывно связан с оценкой стоимости их привлечения. Такая оценка последовательно осуществляется на предприятии по следующим трем этапам:

- Оценка стоимости отдельных элементов собственного капитала предприятия.
- Оценка стоимости отдельных элементов привлекаемых предприятием заемных ресурсов.
- Оценка средневзвешенной стоимости формируемых финансовых ресурсов предприятия.

Рассмотрим особенности и методический инструментарий оценки стоимости формируемых финансовых ресурсов предприятия в разрезе каждого из перечисленных этапов.

1. Стоимость функционирующего собственного капитала предприятия, который предполагается реинвестировать в стратегическом периоде (включая средства амортизационного фонда), определяется по следующей формуле:

Стоимость функционирующего собственного капитала предприятия в отчетном периоде, % = (Сумма чистой прибыли, выплаченная собственникам предприятия в процессе ее распределения за отчетный период 100) / Средняя сумма собственного капитала предприятия в отчетном периоде.

2. Стоимость нераспределенной прибыли последнего отчетного периода оценивается с учетом определенных прогнозных расчетов. Так как нераспределенная прибыль представляет собой ту капитализированную ее часть, которая будет использована в предстоящем периоде, то ценой сформированной нераспределенной прибыли выступают планируемые на ее сумму выплаты собственникам, которым она принадлежит.

Такой подход к оценке нераспределенной прибыли основан на том, что если бы она была выплачена собственникам капитала при ее распределении по результатам отчетного периода, то они, инвестировав ее в любые объекты, получили бы определенную прибыль, которая являлась бы ценой этого инвестированного капитала. Но собственники предпочли инвестировать эту прибыль в собственное предприятие, следовательно, ее ценой выступает планируемая к распределению сумма чистой прибыли предстоящего периода на эту часть инвестируемого капитала. С учетом такого подхода стоимость нераспределенной прибыли (СНП) приравнивается к стоимости функционирующего собственного капитала предприятия



(СКФП) в плановом периоде:

Стоимость нераспределенной прибыли = стоимость функционирующего собственного капитала предприятия

3. Стоимость дополнительно привлекаемого акционерного (паевого) капитала рассчитывается в процессе оценки дифференцированно по привилегированным акциям и по простым акциям (или дополнительно привлекаемым паям).

- Стоимость привлечения дополнительного капитала за счет эмиссии привилегированных акций определяется с учетом фиксированного размера дивидендов, который по ним заранее predetermined. Это значительно упрощает процесс определения стоимости данного элемента капитала, так как обслуживание обязательств по привилегированным акциям во многом совпадает с обслуживанием обязательств по заемному капиталу. Однако существенным различием в характере этого обслуживания с позиций оценки стоимости является то, что выплаты по обслуживанию заемного капитала относятся на издержки (себестоимость) и поэтому исключены из состава налогооблагаемой прибыли, а дивидендные выплаты по привилегированным акциям осуществляются за счет чистой прибыли предприятия, т.е. не имеют "налогового щита". Кроме выплаты дивидендов, к расходам предприятия относятся также эмиссионные затраты по выпуску акций (так называемые "издержки размещения"), которые составляют ощутимую величину.

С учетом этих особенностей стоимость дополнительно привлекаемого капитала за счет эмиссии привилегированных акций рассчитывается по формуле:

Стоимость собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии привилегированных акций, % = (Сумма дивидендов, предусмотренных к выплате в соответствии с контрактными обязательствами эмитента 100) / (Сумма собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии привилегированных акций (1- Затраты по эмиссии акций, выраженные в десятичной дроби по отношению к сумме эмиссии)).

- Стоимость привлечения дополнительного капитала за счет эмиссии простых акций (или дополнительно привлекаемых паев) требует учета таких показателей:

а) суммы дополнительной эмиссии простых акций (или суммы дополнительно привлекаемых паев);

б) суммы дивидендов, выплаченных в отчетном периоде на одну акцию (или суммы прибыли выплаченной собственникам на единицу капитала);

в) планируемого темпа роста выплат прибыли собственникам капитала в форме дивидендов (или процентов);

г) планируемых затрат по эмиссии акций (или привлечению дополнительного паевого капитала).

В процессе привлечения этого вида собственного капитала следует иметь в виду, что по стоимости он является наиболее дорогим, так как расходы по его обслуживанию не уменьшают базу налогообложения прибыли, а премия за риск — наиболее высокая, так как этот капитал при банкротстве предприятия защищен в наименьшей степени.

Расчет стоимости дополнительного капитала, привлекаемого за счет эмиссии простых акций (дополнительных паев), осуществляется по следующей формуле:

Стоимость собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии простых акций (дополнительных паев), % = (Количество дополнительно эмитируемых акций + Сумма дивидендов, выплаченных на одну простую акцию в отчетном периоде (или выплат на единицу паев), % 100) / ((Сумма собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии привилегированных акций (1- Затраты по эмиссии акций, выраженные в десятичной дроби по отношению к сумме эмиссии)).

С учетом оценки стоимости отдельных составных элементов собственного капитала и удельного веса каждого из этих элементов в общей его сумме может быть рассчитан показатель средневзвешенной стоимости собственного капитала предприятия, привлекаемого в форме финансовых ресурсов для его стратегического развития.

4. Стоимость финансового кредита, используемого в процессе стратегического развития предприятия, оценивается в разрезе двух основных источников его

предоставления на современном этапе — долгосрочного банковского кредита и финансового лизинга (принципиальные положения такой оценки могут быть использованы и при привлечении предприятием финансового кредита из других источников).

а) стоимость долгосрочного банковского кредита, несмотря на многообразие его видов, форм и условий, определяется на основе ставки процента за кредит, которая формирует основные затраты по его обслуживанию. Эта ставка в процессе оценки требует внесения двух уточнений: она должна быть увеличена на размер других затрат предприятия, обусловленных условиями кредитного соглашения (например, страхования кредита за счет заемщика) и уменьшена на ставку налога на прибыль с целью отражения реальных затрат предприятия.

С учетом этих положений стоимость заемного капитала в форме долгосрочного банковского кредита оценивается по следующей формуле:

Стоимость заемного капитала, привлекаемого в форме долгосрочного банковского кредита, % = (Ставка процента за банковский кредит, % (1 - Ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью) / (1 - Уровень расходов по привлечению долгосрочного банковского кредита к его сумме, выраженный десятичной дробью)). Если предприятие не несет дополнительных затрат по привлечению долгосрочного банковского кредита или если эти расходы незначительны по отношению к сумме привлекаемых средств, то приведенная формула оценки используется без ее знаменателя (базовый ее вариант).

Управление стоимостью долгосрочного банковского кредита сводится к выявлению таких его предложений на финансовом рынке, которые эту стоимость минимизируют как по ставке процента за кредит, так и по другим условиям его привлечения (при неизменности привлекаемой суммы кредита и срока его использования).

б) Стоимость финансового лизинга — одной из современных форм привлечения заемных финансовых ресурсов — определяется на основе ставки лизинговых платежей (лизинговой ставки). При этом следует учитывать, что эта ставка включает две составляющие — а) постепенный возврат суммы основного долга (он представляет собой годовую норму финансовой амортизации актива, привлеченного на условиях финансового лизинга, в соответствии с которым после его оплаты он передается в собственность арендатору); б) стоимость непосредственного обслуживания лизингового долга. С учетом этих особенностей стоимость финансового лизинга оценивается по следующей формуле:

Стоимость заемного капитала, привлекаемого на условиях финансового лизинга, % = (Годовая лизинговая ставка, % - Годовая норма амортизации актива, привлеченного на условиях финансового лизинга, %) (1 - Ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью) / (1 - Уровень расходов по привлечению актива на условиях финансового лизинга к стоимости этого актива, выраженный десятичной дробью).

Управление стоимостью финансового лизинга основывается на двух критериях: а) стоимость финансового лизинга не должна превышать стоимости банковского кредита, предоставляемого на аналогичный период (иначе предприятию выгодней получить долгосрочный банковский кредит для покупки актива в собственность); б) в процессе использования финансового лизинга должны быть выявлены такие предложения, которые минимизируют его стоимость.

5. Стоимость заемных финансовых ресурсов, привлекаемых в форме эмиссии облигаций, оценивается на базе ставки купонного процента по ней, формирующего сумму периодических купонных выплат. Если облигация продается на иных условиях, то базой оценки выступает общая сумма дисконта по ней, выплачиваемая при погашении. В первом случае оценка осуществляется по формуле:

Стоимость заемных финансовых ресурсов, привлекаемых в форме эмиссии облигаций, % = (Ставка купонного процента по облигации, % (1 - Ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью) / (1 - Уровень эмиссионных затрат по отношению к объему эмиссии, выраженный десятичной дробью)

Во втором случае расчет стоимости производится по следующей формуле:

Стоимость заемных финансовых ресурсов, привлекаемых в форме эмиссии облигаций, % = (Среднегодовая сумма дисконта по облигации (1 – Ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью) 100 / (Номинал облигации, подлежащей погашению – (Среднегодовая сумма дисконта по облигации) (1 - Уровень эмиссионных затрат по отношению к сумме привлеченных за счет эмиссии средств, выраженный десятичной дробью)

Управление стоимостью привлекаемых финансовых ресурсов в этом случае сводится к разработке соответствующей эмиссионной политики, обеспечивающей полную реализацию эмитируемых облигаций на условиях, не выше среднерыночных.

С учетом оценки стоимости отдельных составных элементов заемного капитала и удельного веса каждого из  $m$  элементов в общей его сумме может быть определена средневзвешенная стоимость заемных финансовых ресурсов предприятия, используемых в стратегическом периоде

III. Оценка средневзвешенной стоимости формируемых финансовых ресурсов предприятия основывается на поэлементной оценке стоимости каждой из их составных частей, результаты этой поэлементной оценки стоимости привлекаемых финансовых ресурсов предварительно группируются в таблице следующей формы (табл. 7.2):

Таблица 7.2

Группировка результатов поэлементной оценки стоимости финансовых ресурсов для проведения расчета средневзвешенной его стоимости

Показатели	Элементы капитала, выделенные в процессе оценки				
	1	2	...	n-1	n
1. Стоимость отдельных элементов финансовых ресурсов, %	C1	C2		Cn-1	Cn
2. Удельный вес отдельных элементов финансовых ресурсов в общей их сумме, выраженный десятичной дробью	Y1	Y2		Yn-1	Yn

С учетом приведенных исходных показателей определяется средневзвешенная стоимость привлекаемых финансовых ресурсов (СФР), принципиальная формула расчета которой имеет вид:

$$СФР = \sum_{i=1}^n C_i \times Y_i$$

где СФР — средневзвешенная стоимость формируемых финансовых ресурсов предприятия;

$C_i$  — стоимость конкретного элемента финансовых ресурсов;

$Y_i$  — удельный вес конкретного элемента финансовых ресурсов в общей сумме.

Рассчитанная средневзвешенная стоимость финансовых ресурсов является главным критериальным показателем оценки эффективности формирования финансовых ресурсов предприятия, обеспечивающих его стратегическое развитие.

# Содержание процесса стратегического управления формированием собственных финансовых ресурсов

В процессе стратегического управления формированием собственных финансовых ресурсов они классифицируются по источникам этого формирования. Состав основных источников формирования собственных финансовых ресурсов предприятия приведен на рисунке 8.1.

В составе внутренних источников формирования собственных финансовых ресурсов основное место принадлежит прибыли, остающейся в распоряжении предприятия, — она формирует преимущественную часть его собственных финансовых ресурсов, обеспечивает прирост собственного капитала, а соответственно и рост рыночной стоимости предприятия. Определенную роль в составе внутренних источников играют также амортизационные отчисления, особенно на предприятиях с высокой стоимостью используемых собственных основных средств и нематериальных активов; однако сумму собственного капитала предприятия они не увеличивают, а лишь являются средством его реинвестирования. Прочие внутренние источники не играют заметной роли в формировании собственных финансовых ресурсов предприятия.

ИСТОЧНИКИ ФОРМИРОВАНИЯ СОБСТВЕННЫХ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ ПРЕДПРИЯТИЯ
ВНУТРЕННИЕ ИСТОЧНИКИ
<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Прибыль, остающаяся в распоряжении предприятия</li><li>▶ Амортизационные отчисления от используемых собственных основных средств и нематериальных активов</li></ul>
<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Прочие внутренние источники формирования собственных финансовых ресурсов</li></ul>
ВНЕШНИЕ ИСТОЧНИКИ
<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Привлечение дополнительного паевого или акционерного капитала</li><li>▶ Получение предприятием безвозмездной финансовой помощи</li><li>▶ Прочие внешние источники формирования собственных финансовых ресурсов</li></ul>

Рисунок 8.1. Состав основных источников формирования собственных финансовых ресурсов предприятия.

В составе внешних источников формирования собственных финансовых ресурсов основное место принадлежит привлечению предприятием дополнительного паевого

(путем Дополнительных взносов средств участников) или акционерного ( путем дополнительной эмиссии и реализации акций) капитала. Для отдельных предприятий одним из внешних источников формирования собственных финансовых ресурсов может являться предоставляемая им безвозмездная финансовая помощь (как правило, такая помощь оказывается лишь отдельным государственным предприятиям разного уровня). В число прочих внешних источников формирования собственных финансовых ресурсов входят бесплатно передаваемые предприятию материальные и нематериальные активы, включаемые в состав его баланса.

Приумножение собственного капитала предприятия связано в первую очередь с управлением формированием его собственных финансовых ресурсов. Основной задачей этого управления является обеспечение необходимого уровня самофинансирования развития хозяйственной деятельности предприятия в предстоящем периоде.

Стратегическое управление формированием собственных финансовых ресурсов предприятия осуществляется по следующим основным этапам (рис. 8.2.):

ЭТАПЫ УПРАВЛЕНИЯ ФОРМИРОВАНИЕМ СОБСТВЕННЫХ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ
I Анализ формирования собственных финансовых ресурсов предприятия в предшествующем периоде
1 Определение общей потребности в собственных финансовых ресурсах
Оценка стоимости привлечения собственных финансовых ресурсов из различных источников
Обеспечение максимального объема привлечения собственных финансовых ресурсов за счет внутренних источников
Обеспечение необходимого объема привлечения собственных финансовых ресурсов из внешних источников
Оптимизация соотношения внутренних и внешних источников формирования собственных финансовых ресурсов

Рисунок 8.2. Основные этапы процесса стратегического управления формированием собственных финансовых ресурсов предприятия.

1. Анализ формирования собственных финансовых ресурсов предприятия в предшествующем периоде. Целью такого анализа является выявление потенциала формирования собственных финансовых ресурсов и его соответствия темпам стратегического развития предприятия.

- На первой стадии анализа изучаются общий объем формирования собственных финансовых ресурсов, соответствие темпов прироста собственного капитала темпам прироста активов и объема реализуемой продукции предприятия, динамика удельного веса собственных ресурсов в общем объеме формирования финансовых ресурсов в анализируемом периоде.
- На второй стадии анализа рассматриваются источники формирования собственных финансовых ресурсов. В первую очередь изучается соотношение внешних и внутренних источников формирования собственных финансовых ресурсов, а также стоимость привлечения собственного капитала из различных источников.
- На третьей стадии анализа оценивается достаточность собственных финансовых

ресурсов, сформированных на предприятии в предплановом периоде. Критерием такой оценки выступает показатель "суммы прироста чистых активов предприятия". Его динамика отражает тенденцию обеспеченности развития предприятия собственными финансовыми ресурсами.

2. Определение общей потребности в собственных финансовых ресурсах. Эта потребность определяется по следующей формуле:

Общая потребность в собственных финансовых ресурсах предприятия в стратегическом периоде = ((Общая потребность в капитале на конец стратегического периода Планируемый удельный вес собственного капитала в общей его сумме) / 100)

- Сумма собственного капитала на начало стратегического периода + Сумма прибыли, направляемой на потребление в стратегическом периоде.

Рассчитанная общая потребность охватывает необходимую сумму собственных финансовых ресурсов, формируемых за счет как внутренних, так и внешних источников.

3. Оценка стоимости привлечения собственных финансовых ресурсов из различных источников. Такая оценка проводится в разрезе основных элементов собственных финансовых ресурсов, формируемых за счет внутренних и внешних источников. Результаты такой оценки служат основой разработки управленческих решений относительно выбора альтернативных источников формирования собственных финансовых ресурсов, обеспечивающих прирост собственного капитала предприятия.

4. Обеспечение максимального объема привлечения собственных финансовых ресурсов за счет внутренних источников. До того, как обращаться к внешним источникам формирования собственных финансовых ресурсов, должны быть реализованы все возможности их формирования за счет внутренних источников. Так как основными планируемыми внутренними источниками формирования собственных финансовых ресурсов предприятия являются сумма чистой прибыли и амортизационных отчислений, то в первую очередь следует в процессе определения этих показателей предусмотреть возможности их роста за счет различных резервов.

Метод ускоренной амортизации активной части основных средств увеличивает возможности формирования собственных финансовых ресурсов за счет этого источника. Однако следует иметь в виду, что рост суммы амортизационных отчислений в процессе проведения ускоренной амортизации отдельных видов основных средств приводит к соответствующему уменьшению суммы прибыли. Поэтому при изыскании резервов роста собственных финансовых ресурсов за счет внутренних источников следует исходить из необходимости максимизации совокупной их суммы, т.е. из следующего критерия:

Планируемая сумма чистой прибыли предприятия + Планируемая сумма амортизационных отчислений Максимальная сумма собственных финансовых ресурсов, формируемых за счет внутренних источников.

5. Обеспечение необходимого объема привлечения собственных финансовых ресурсов из внешних источников.

Объем привлечения собственных финансовых ресурсов из внешних источников призван обеспечить ту их часть, которую не удалось сформировать за счет внутренних источников финансирования. Если сумма привлекаемых за счет внутренних источников собственных финансовых ресурсов полностью обеспечивает общую потребность в них в стратегическом периоде, то в привлечении этих ресурсов за счет внешних источников нет необходимости.

Потребность в привлечении собственных финансовых ресурсов за счет внешних источников рассчитывается по следующей формуле:

Потребность в привлечении собственных финансовых ресурсов за счет внешних источников = Общая потребность в собственных финансовых ресурсах предприятия в стратегическом периоде - Сумма собственных финансовых ресурсов, планируемых к привлечению за счет внутренних источников.

Обеспечение удовлетворения потребности в собственных финансовых ресурсах за счет внешних источников планируется за счет привлечения дополнительного паевого



капитала (владельцев или других инвесторов), дополнительной эмиссии акций или за счет других источников.

6. Оптимизация соотношения внутренних и внешних источников формирования собственных финансовых ресурсов.

Процесс этой оптимизации основывается на следующих критериях:

а) обеспечении минимальной стоимости привлечения совокупных собственных финансовых ресурсов.

Если стоимость привлечения собственных финансовых ресурсов за счет внешних источников существенно превышает планируемую стоимость привлечения заемных средств, то от такого формирования собственных ресурсов следует отказаться; б) обеспечении сохранения управления предприятием первоначальными его учредителями. Рост дополнительного паевого или акционерного капитала за счет сторонних инвесторов может привести к потере такой управляемости.

Эффективность разработанной политики формирования собственных финансовых ресурсов оценивается с помощью коэффициента самофинансирования развития предприятия в стратегическом периоде. Его уровень должен соответствовать поставленной цели.

Коэффициент самофинансирования развития предприятия рассчитывается по следующей формуле:

Коэффициент самофинансирования предстоящего развития предприятия =  
Планируемый объем формирования собственных финансовых ресурсов /  
(Планируемый прирост активов предприятия + Планируемый объем расходования собственных финансовых ресурсов предприятия на цели потребления).

Успешная реализация разработанной политики формирования собственных финансовых ресурсов связана с решением следующих основных задач:

- формированием эффективной политики распределения прибыли (дивидендной политики) предприятия, обеспечивающей рост реинвестируемой ее части;
- формированием эффективной амортизационной политики предприятия;
- осуществлением дополнительной эмиссии акций

или привлечения дополнительного паевого капитала.

Рассмотрим основные особенности и механизмы управления формированием собственных финансовых ресурсов предприятия в разрезе поставленных задач.

## Дивидендная политика

Термин "дивидендная политика" связан с распределением прибыли в акционерных обществах. Однако рассматриваемые в этом разделе принципы и методы распределения прибыли применимы не только к акционерным обществам, но и к предприятиям любой иной организационно-правовой формы деятельности (в этом случае меняться будет только терминология — вместо терминов акция и дивиденд будут использоваться термины пай, вклад и прибыль на вклад; механизм же выплаты доходов собственникам останется таким же). Распределение прибыли в акционерном обществе представляет собой наиболее сложный его вариант и поэтому избран для рассмотрения всех аспектов этого механизма. В принципе же в более широком трактовании под термином "дивидендная политика" можно понимать механизм формирования доли прибыли, выплачиваемой собственнику, в соответствии с долей его вклада в общую сумму собственного капитала предприятия.

Основной целью разработки дивидендной политики является установление необходимой пропорциональности между текущим потреблением прибыли собственниками и будущим ее ростом, максимизирующим рыночную стоимость предприятия и обеспечивающим стратегическое его развитие.

Исходя из этой цели понятие дивидендной политики может быть сформулировано следующим образом: дивидендная политика предприятия представляет собой составную часть общей политики управления формированием его финансовых

ресурсов, заключающуюся в оптимизации пропорций между потребляемой и капитализируемой частями прибыли с целью максимизации рыночной стоимости предприятия.

Стратегический финансовый менеджмент выделяет три подхода к формированию дивидендной политики — "консервативный", "умеренный" ("компромиссный") и "агрессивный". Каждому из этих подходов соответствует определенный тип дивидендной политики (табл. 8.1).

Таблица 8.1

Основные типы дивидендной политики акционерного общества

Определяющий подход к формированию дивидендной политики	Варианты используемых типов дивидендной политики
I. Консервативный подход	1. Остаточная политика дивидендных выплат 2. Политика стабильного размера дивидендных выплат
II. Умеренный (компромиссный) подход	3. Политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды
III. Агрессивный подход	4. Политика стабильного уровня дивидендов 5. Политика постоянного возрастания размера дивидендов

1. Остаточная политика дивидендных выплат предполагает, что фонд выплаты дивидендов образуется после того, как за счет прибыли удовлетворена потребность в формировании собственных финансовых ресурсов, обеспечивающих в полной мере реализацию инвестиционных возможностей предприятия. Если по имеющимся инвестиционным проектам уровень внутренней ставки доходности превышает средневзвешенную стоимость капитала (или другой избранный критерий, например, коэффициент финансовой рентабельности), то основная часть прибыли должна быть направлена на реализацию таких проектов, так как она обеспечит высокий темп роста капитала (отложенного дохода) собственников. Преимуществом политики этого типа является обеспечение высоких темпов развития предприятия, повышение его финансовой устойчивости. Недостаток же этой политики заключается в нестабильности размеров дивидендных выплат, полной непредсказуемости формируемых их размеров в предстоящем периоде и даже отказ от их выплат в период высоких инвестиционных возможностей, что отрицательно сказывается на формировании уровня рыночной цены акций.

Такая дивидендная политика используется обычно лишь на ранних стадиях жизненного цикла предприятия, связанных с высоким уровнем его инвестиционной активности.

2. Политика стабильного размера дивидендных выплат предполагает выплату неизменной их суммы на протяжении продолжительного периода (при высоких темпах инфляции сумма дивидендных выплат корректируется на индекс инфляции).

Преимуществом этой политики является ее надежность, которая создает чувство уверенности у акционеров в неизменности размера текущего дохода вне зависимости от различных обстоятельств, определяет стабильность котировки акций на фондовом рынке. Недостатком же этой политики является ее слабая связь с финансовыми результатами деятельности предприятия, в связи с чем в периоды неблагоприятной конъюнктуры и низкого размера формируемой прибыли инвестиционная деятельность может быть сведена к нулю. Для того, чтобы избежать этих негативных последствий стабильный размер дивидендных выплат устанавливается обычно на относительно низком уровне, что и относит данный тип дивидендной политики к категории консервативной, минимизирующей риск снижения финансовой устойчивости предприятия из-за недостаточных темпов прироста собственного капитала.

3. Политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды (или политика "экстра-дивиденда") по весьма распространенному мнению представляет собой наиболее взвешенный ее тип. Ее преимуществом является стабильная гарантированная выплата дивидендов в минимально предусмотренном размере (как в предыдущем случае) при высокой связи с финансовыми результатами деятельности предприятия, позволяющей увеличивать размер дивидендов в периоды благоприятной хозяйственной конъюнктуры, не снижая при этом Уровень инвестиционной активности. Такая дивидендная Политика дает наибольший эффект на предприятиях с нестабильным в динамике размером формирования прибыли.

Основной недостаток этой политики заключается в том, что при продолжительной выплате минимальных размеров дивидендов инвестиционная привлекательность акций компании снижается и соответственно падает их рыночная стоимость.

4. Политика стабильного уровня дивидендов предусматривает установление долгосрочного нормативного коэффициента дивидендных выплат по отношению к сумме прибыли (или норматива распределения прибыли на потребляемую и капитализируемую ее части). Преимуществом этой политики является простота ее формирования и тесная связь с размером формируемой прибыли. В то же время основным ее недостатком является нестабильность размеров дивидендных выплат на акцию, определяемая нестабильностью суммы формируемой прибыли. Эта нестабильность вызывает резкие перепады в рыночной стоимости акций по отдельным периодам, что препятствует максимизации рыночной стоимости предприятия в процессе осуществления такой политики (она "сигнализирует" о высоком уровне риска хозяйственной деятельности данного предприятия). Даже при высоком уровне дивидендных выплат такая политика не привлекает обычно инвесторов (акционеров), избегающих риска. Только зрелые компании со стабильной прибылью могут позволить себе осуществление дивидендной политики этого типа; если размер прибыли существенно варьирует в динамике, эта политика генерирует высокую угрозу банкротства.

5. Политика постоянного возрастания размера дивидендов (осуществляемая под девизом — "никогда не снижай годовой дивиденд") предусматривает стабильное возрастание уровня дивидендных выплат в расчете на одну акцию. Возрастание дивидендов при осуществлении такой политики происходит, как правило, в твердо установленном проценте прироста к их размеру в предшествующем периоде (на этом принципе построена "Модель Гордона", определяющая рыночную стоимость акций таких компаний). Преимуществом такой политики является обеспечение высокой рыночной стоимости акций компании и формирование положительного ее имиджа у потенциальных инвесторов при дополнительных эмиссиях. Недостатком же этой политики является отсутствие гибкости ее проведении и постоянное возрастание финансовой напряженности — если темп роста коэффициента дивидендных выплат возрастает (т.е. если фонд дивидендных выплат растет быстрее, чем сумма прибыли), то инвестиционная активность предприятия сокращается, а коэффициенты финансовой устойчивости снижаются (при прочих равных условиях).

Поэтому осуществление такой дивидендной политики могут позволить себе лишь реально процветающие 1 акционерные компании — если же эта политика не подкреплена постоянным ростом прибыли компании, то она представляет собой верный путь к ее банкротству.

Различные типы дивидендной политики акционерной компании проиллюстрированы на графике, представленном на рис. 8.3.

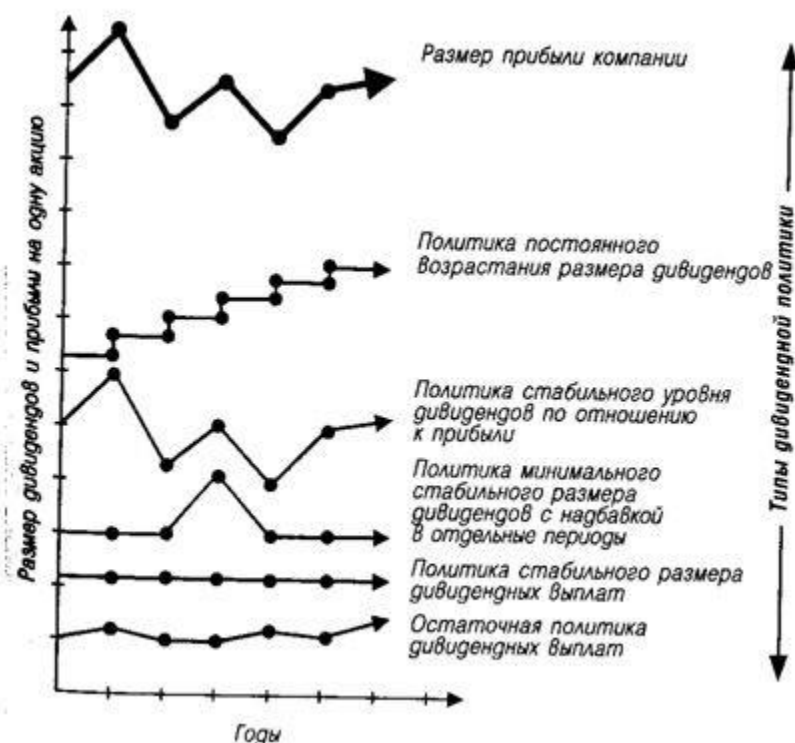


Рисунок 8.3. Динамика размера дивидендов на одну акцию при различных типах дивидендной политики.

С учетом рассмотренных принципов дивидендная политика акционерного общества формируется по следующим основным этапам (рис. 8.4).

ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ ФОРМИРОВАНИЯ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ АКЦИОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА
1. Учет основных факторов, определяющих предпосылки формирования дивидендной политики
2. Выбор типа дивидендной политики в соответствии с финансовой стратегией акционерного общества
3. Разработка механизма распределения прогнозируемой прибыли в соответствии с избранным типом дивидендной политики
4. Определение прогнозируемого уровня дивидендных выплат на одну акцию
5. Определение форм выплаты дивидендов
6. Оценка эффективности дивидендной политики

Рисунок 8.4. Последовательность формирования дивидендной политики акционерного общества.

Первоначальным этапом формирования дивидендной политики является изучение и оценка факторов, определяющих эту политику. В практике финансового менеджмента эти факторы принято подразделять на четыре группы:

1. Факторы, характеризующие инвестиционные возможности предприятия. К числу

основных факторов этой группы относятся:

- а) стадия жизненного цикла компании (на ранних стадиях жизненного цикла акционерная компания вынуждена больше средств инвестировать в свое развитие, ограничивая выплату дивидендов);
- б) необходимость расширения акционерной компанией своих инвестиционных программ (в периоды активизации инвестиционной деятельности, направленной на расширение воспроизводства основных средств и нематериальных активов, потребность в капитализации прибыли возрастает);
- в) степень готовности отдельных инвестиционных проектов с высоким уровнем эффективности (отдельные подготовленные проекты требуют ускоренной реализации в целях обеспечения эффективной их эксплуатации при благоприятной конъюнктуре рынка, что обуславливает необходимость концентрации собственных финансовых ресурсов в эти периоды).

2. Факторы, характеризующие возможности формирования финансовых ресурсов из альтернативных источников.

В этой группе факторов основными являются:

- а) достаточность резервов собственного капитала, сформированных в предшествующем периоде;
- б) стоимость привлечения дополнительного акционерного капитала;
- в) стоимость привлечения дополнительного заемного капитала;
- г) доступность кредитов на финансовом рынке;
- д) уровень кредитоспособности акционерного общества, определяемый его текущим финансовым состоянием.

3. Факторы, связанные с объективными ограничениями.

К числу основных факторов этой группы относятся:

- а) уровень налогообложения дивидендов;
- б) уровень налогообложения имущества предприятий;
- в) достигнутый эффект финансового левиреджа, обусловленный сложившимся соотношением используемого собственного и заемного капитала;
- г) фактический размер получаемой прибыли и коэффициент рентабельности собственного капитала.

4. Прочие факторы. В составе этих факторов могут быть выделены:

- а) конъюнктурный цикл товарного рынка, участником которого является акционерная компания (в период подъема конъюнктуры эффективность капитализации прибыли значительно возрастает);
- б) уровень дивидендных выплат компаниями-конкурентами;
- в) неотложность платежей по ранее полученным кредитам (поддержание платежеспособности является более приоритетной задачей в сравнении с ростом дивидендных выплат);
- г) возможность утраты контроля над управлением компанией (низкий уровень дивидендных выплат может привести к снижению рыночной стоимости акций компании и их массовому "сбросу" акционерами, что увеличивает риск финансового захвата акционерной компании конкурентами).

Оценка этих факторов позволяет определить выбор того или иного типа дивидендной политики на ближайший перспективный период.

Механизм распределения прогнозируемой прибыли акционерного общества в соответствии с избранным типом дивидендной политики предусматривает такую последовательность действий:

- На первом этапе из суммы прогнозируемой чистой прибыли вычитаются формируемые за ее счет обязательные отчисления в резервный и другие обязательные фонды специального назначения, предусмотренные уставом общества. "Очищенная" сумма чистой прибыли представляет собой так называемый "дивидендный коридор", в рамках которого реализуется соответствующий тип дивидендной политики.
- На втором этапе оставшаяся часть прогнозируемой чистой прибыли распределяется

на капитализируемую и потребляемую ее части. Если акционерное общество придерживается остаточного типа дивидендной политики, то в процессе этого этапа расчетов приоритетной задачей является формирование фонда производственного развития и наоборот.

- На третьем этапе сформированный за счет прогнозируемой прибыли фонд потребления распределяется на фонд дивидендных выплат и фонд потребления персонала акционерного общества (предусматривающий дополнительное материальное стимулирование работников и удовлетворение их социальных нужд). Основой такого распределения является избранный тип дивидендной политики и обязательства акционерного общества по коллективному договору. Определение прогнозируемого уровня дивидендных выплат на одну простую акцию осуществляется по формуле:

Прогнозируемый уровень дивидендных выплат на одну акцию = (Прогнозируемый фонд дивидендных выплат, сформированный в соответствии с избранным типом дивидендной политики - Фонд выплат дивидендов владельцам привилегированных акций (по предусматриваемому их уровню)) / Количество простых акций, эмитированных акционерным обществом.

Важным этапом формирования дивидендной политики является выбор форм выплаты дивидендов. Основными из таких форм являются:

1. Выплаты дивидендов наличными деньгами (чеками). Это наиболее простая и самая распространенная форма осуществления дивидендных выплат.
2. Выплата дивидендов акциями. Такая форма предусматривает предоставление акционерам вновь эмитированные акции на сумму дивидендных выплат. Она представляет интерес для акционеров, менталитет которых ориентирован на рост капитала в предстоящем периоде. Акционеры, предпочитающие текущий доход, могут продать в этих целях дополнительные акции на рынке.
3. Автоматическое реинвестирование. Эта форма выплаты предоставляет акционерам право индивидуального выбора — получить дивиденды наличными, или реинвестировать их в дополнительные акции (в этом случае акционер заключает с компанией или обслуживающей ее брокерской конторой соответствующее соглашение).
4. Выкуп акций компанией. Он рассматривается как одна из форм реинвестирования дивидендов, в соответствии с которой на сумму дивидендного фонда компания скупает на фондовом рынке часть свободно обращающихся акций. Это позволяет автоматически увеличивать размер прибыли на одну оставшуюся акцию и повышать коэффициент Дивидендных выплат в предстоящем периоде. Такая форма использования дивидендов требует согласия акционеров.

Для оценки эффективности дивидендной политики акционерного общества используют следующие показатели:

а) коэффициент дивидендных выплат. Он рассчитывается по формулам:

Коэффициент дивидендных выплат = Фонд дивидендных выплат, сформированный в соответствии с избранным типом дивидендной политики / Сумма чистой прибыли акционерного общества.

или

Коэффициент дивидендных выплат = сумма дивидендов, выплачиваемых на одну акцию / Сумма чистой прибыли, приходящейся на одну акцию.

б) коэффициент соотношения цены и дохода по акции.

Он определяется по формуле:

Коэффициент соотношения цены и дохода по акции = Рыночная цена одной акции / Сумма дивидендов, выплаченных на одну акцию.

При оценке эффективности разработанной дивидендной политики могут быть использованы также показатели динамики рыночной стоимости акций.



# Амортизационная политика

Эффективное стратегическое управление процессом формирования собственных финансовых ресурсов предприятия требует разработки его амортизационной политики.

Амортизационная политика предприятия представляет собой составную часть общей стратегии формирования его финансовых ресурсов, заключающуюся в индивидуализации уровня интенсивности обновления амортизируемых активов с учетом специфики их эксплуатации.

В процессе формирования амортизационной политики предприятия, определяющей уровень интенсивности обновления отдельных групп операционных внеоборотных активов, учитываются следующие основные факторы: объем используемых операционных основных средств и нематериальных активов. Воздействие амортизационной политики предприятия на интенсивность обновления операционных внеоборотных активов и на конечные финансовые результаты его деятельности возрастает пропорционально увеличению объема собственных основных средств и нематериальных активов;

- методы отражения в учете реальной стоимости используемых основных средств и нематериальных активов. Осуществляемая переоценка этих видов операционных активов предприятия носит в современных условиях периодический характер и не в полной мере отражает рост цен на них. В связи с этим, амортизационные отчисления не характеризуют в полной мере фактический износ этих активов и утрачивают свое реновационное значение. Занижение размера реального износа операционных внеоборотных активов приводит не только к уменьшению скорости их обновления, но и к формированию излишней фиктивной суммы прибыли предприятия, а соответственно изъятию у него дополнительных финансовых средств в виде уплачиваемого налога на прибыль;

- реальный срок использования предприятием амортизируемых активов. Установленный в процессе разработки норм амортизации средний срок использования отдельных видов основных средств носит обезличенный характер и должен конкретизироваться на каждом предприятии с учетом особенностей их использования в операционной деятельности. Это относится и к используемым в операционном процессе отдельным видам нематериальных активов, срок службы которых предприятие устанавливает самостоятельно (но не более 10 лет);

- разрешенные законодательством методы амортизации. Зарубежный опыт свидетельствует о большом количестве разрешенных к использованию методов амортизации внеоборотных активов, что позволяет предприятиям формировать альтернативные варианты амортизационной политики в широком диапазоне.

Наше законодательство ограничивает используемые методы амортизации;

- состав и структура используемых основных средств. Методы амортизации, разрешенные к использованию в нашей стране, дифференцируются в разрезе движимой и недвижимой (активной и пассивной) частей операционных основных средств. Эту же дифференциацию определяют и установленные нормы амортизационных отчислений;

- темпы инфляции. В условиях высокой инфляции постоянно занижаются база начисления амортизации, а соответственно и размеры амортизационных отчислений. Кроме того, инфляция оказывает негативное воздействие на реальную стоимость накопленных средств амортизационного фонда, что отрицательно сказывается на финансовых возможностях увеличения скорости обновления операционных внеоборотных активов;

- инвестиционная активность предприятия. Выбор методов амортизации в значительной мере определяется уровнем текущей потребности в инвестиционных ресурсах, готовностью предприятия к реализации отдельных инвестиционных проектов, обеспечивающих обновление операционных внеоборотных активов.

Учет перечисленных факторов позволяет предприятию выбрать соответствующие методы амортизации отдельных групп операционных внеоборотных активов, в наибольшей степени отражающие специфику их использования в операционном процессе. Выбор этих методов предприятием существенно влияет на скорость оборота амортизируемых активов в отдельные интервалы периода полезного их использования, интенсивность их обновления, объективность отражения их затрат в себестоимости выпускаемой продукции и другие стратегические показатели его хозяйственной деятельности.

Экономический механизм стран с развитой рыночной системой обеспечивает возможность использования широкого перечня методов амортизации внеоборотных активов — основных средств и нематериальных имущественных ценностей. В нашей стране вариативные возможности использования различных методов амортизации внеоборотных активов ограничены действующими стандартами бухгалтерского учета. Поступательный переход нашей страны к рыночной экономике позволит в перспективе широко использовать весь арсенал методов амортизации, разработанных зарубежной хозяйственной практикой и получивших отражение в Международных стандартах бухгалтерского учета — 2000. С позиций такой перспективы представляется целесообразным, наряду с методами амортизации внеоборотных активов, используемыми в нашей стране, рассмотреть и наиболее распространенные методы, применяемые в зарубежной хозяйственной практике. В совокупной системе известных в настоящее время методов амортизации внеоборотных активов выделены следующие их группы (рис. 8.5). Как видно из приведенной схемы методы амортизации внеоборотных активов, используемые в мировой хозяйственной практике, довольно многообразны. Каждая из групп этих методов отражает определенную концепцию предполагаемого использования конкретного вида амортизируемого актива в хозяйственной деятельности предприятия, определяемую его функциональными особенностями, характером операционного процесса и факторами внешней экономической и природной среды.

Однако несмотря на многообразие методов амортизации внеоборотных активов, исходная база ее начисления носит унифицированный характер. Она базируется на следующих трех основных показателях:

- сумма первоначальной стоимости амортизируемого актива;
  - сумма ликвидационной стоимости амортизируемого актива (если ликвидационная стоимость не прогнозируется, амортизируемый актив характеризуется термином "актив с нулевой ликвидационной стоимостью");
  - предполагаемый период эксплуатации ("период полезной службы") используемого внеоборотного актива (выраженный временным периодом, объемом производимой с его участием продукции, общим техническим его ресурсом и т. п.).
- Рассмотрим более подробно содержание конкретных методов начисления амортизации активов в разрезе основных их групп.

СИСТЕМА МЕТОДОВ АМОРТИЗАЦИИ ВНЕОБОРОТНЫХ АКТИВОВ ПРЕДПРИЯТИЯ			
МЕТОД ПРЯМОЛИНЕЙНОЙ (ЛИНЕЙНОЙ) АМОРТИЗАЦИИ	ПРОИЗВОДСТВЕННЫЙ МЕТОД АМОРТИЗАЦИИ	МЕТОДЫ УСКОРЕННОЙ АМОРТИЗАЦИИ	ПРОЧИЕ МЕТОДЫ АМОРТИЗАЦИИ
Метод прямолинейной амортизации активов с нулевой ликвидационной стоимостью	Производственный метод амортизации активов пропорционально объему	Метод ускоренной амортизации активов на основе суммы чисел лет	Метод дегрессивной амортизации активов
Метод прямолинейной амортизации активов с положительной ликвидационной стоимостью	Производственный метод амортизации активов пропорцию их технического	Метод ускоренной амортизации активов на основе уменьшающегося их остатка ресурса	Метод амортизации активов на основе их переоценки
		Метод амортизации активов на основе двойного уменьшающегося их остатка	Метод амортизации активов на основе сложных процентов ускоренной

Рисунок 8.5. Система основных методов амортизации внеоборотных активов, используемых в мировой хозяйственной практике на современном этапе.

1. Метод прямолинейной (линейной) амортизации [straight-line method; SLM] является наиболее распространенным не только в отечественной, но и в зарубежной практике хозяйствования. Концепция использования этого метода базируется на том, что приобретенный предприятием амортизируемый актив предполагается использовать в хозяйственном процессе равномерно во времени, так как он слабо подвержен функциональному (моральному) износу (или динамику этого износа трудно детерминировать во времени) а производство, в котором он задействован, носит стабильный ритмичный характер. Соответственно предполагается что первоначальная стоимость амортизируемого актива должна уменьшаться равномерно в течение всех интервалов общего периода его использования. В наибольшей степени эта концепция характерна для использования зданий помещений, сооружений.

Исходя из рассмотренной концепции стабильная норма (ставка) амортизации актива при прямолинейном (линейном) методе списание его первоначальной стоимости определяется по следующей принципиальной формуле:

Годовая норма (ставка) амортизации актива, в % =  $100 / \text{Предполагаемый (или нормативно-установленный) период использования ("период полезной службы") актива в годах.}$

Используемый метод прямолинейной (линейной) амортизации активов имеет две разновидности определяемые отсутствием или наличием предполагаемой ликвидационной его стоимости, что существенно влияет на объем амортизационного потока. Метод прямолинейной (линейной) амортизации актива с нулевой ликвидационной стоимостью предполагает следующий алгоритм осуществления расчетов амортизационных отчислений в любом рассматриваемом интервале общего периода его эксплуатации:

Сумма амортизационных отчислений по активу с нулевой ликвидационной стоимостью в рассматриваемом годовом интервале общего периода его эксплуатации = (Сумма первоначальной стоимости амортизируемого актива Годовая норма (ставка) амортизации актива, в %) / 100

- Метод прямолинейной (линейной) амортизации актива с положительной ликвидационной стоимостью предусматривает осуществление расчетов амортизационных отчислений в любом рассматриваемом интервале общего периода его эксплуатации на основе следующего алгоритма:

Сумма амортизационных отчислений по активу с положительной ликвидационной стоимостью в рассматриваемом годовом интервале общего периода его эксплуатации = ((Сумма первоначальной стоимости амортизируемого актива - Сумма ликвидационной стоимости амортизируемого актива) Годовая норма (ставка) амортизации актива, в %) / 100

Характеризуя метод прямолинейной (линейной) амортизации в целом, следует отметить простоту механизмов определения как исходных, так и расчетных его параметров, что и обеспечивает наиболее широкую его распространенность в хозяйственной практике. Вместе с тем, этому методу начисления амортизации присущ ряд недостатков. Прежде всего, амортизационный поток в разрезе отдельных интервалов, генерируемый активом при использовании этого метода, не совпадает с процессом постоянного снижения его производительности во времени, в результате чего амортизационные отчисления последних интервалов общего периода его эксплуатации не могут обеспечить возмещение возрастающих затрат на его обслуживание и ремонт. Кроме того, при использовании этого метода амортизации искажается динамика показателя рентабельности актива — возрастающий уровень рентабельности остаточной стоимости устаревающих активов (при неизменных условиях формирования прибыли) не отражает реальную эффективность их использования в хозяйственной деятельности предприятия.

2. Производственный метод амортизации [production method, PM] получил распространение во многих странах отражен различными международными стандартами учета. Концепция использования этого метода базируется на том что износ актива является результатом исключительно разной степени производственного его использования и не связан с временным периодом его эксплуатации. Соответственно предполагается, что первоначальная стоимость амортизируемого актива уменьшается пропорционально интенсивности его использования в производственном процессе, характеризуемой определенными показателями срока полезной его службы. В наибольшей степени эта концепция характерна для использования активной части основных средств, относительно устойчивых (в рамках короткого периода) к негативным последствиям функционального (морального) износа. Отличительной особенностью этого метода амортизации активов является то, что амортизационные отчисления по ним из категории постоянных издержек переходят в категорию издержек переменных.

Производственный метод амортизации активов имеет две разновидности в зависимости от показателей, характеризующих полезный срок их службы. При этом может быть учтено также наличие или отсутствие ликвидационной стоимости амортизируемого актива.

- Производственный метод амортизации актива пропорционально объему выпуска продукции использует в качестве основы расчетов прогнозируемый объем производства продукции в натуральных единицах измерения с участием данного

актива за весь полезный срок его службы. Норма (ставка) амортизации определяется при этом методе в расчете на единицу производимой продукции по следующим формулам:

Норма (ставка) амортизации актива с нулевой ликвидационной стоимостью в расчете на единицу продукции, в сумме = Сумма первоначальной стоимости амортизируемого актива / Прогнозируемый общий объем производства продукции с участием рассматриваемого амортизируемого актива, в натуральных единицах измерения.

Норма (ставка) амортизации актива с положительной ликвидационной стоимостью в расчете на единицу продукции, в сумме; = (Сумма первоначальной стоимости амортизируемого актива - Сумма ликвидационной стоимости амортизируемого актива) / Прогнозируемый общий объем производства продукции с участием рассматриваемого амортизируемого актива, в натуральных единицах измерения.

С учетом определенной таким образом нормы (ставки) амортизации сумма амортизационных отчислений в конкретном интервале общего срока службы актива рассчитывается при использовании этого метода по следующей формуле:

Сумма амортизационных отчислений по активу с нулевой (или положительной) ликвидационной стоимостью в конкретном интервале общего полезного срока его службы = Норма амортизации актива с нулевой (или положительной) ликвидационной стоимостью в расчете на единицу продукции, в сумме Фактический объем производства продукции с участием рассматриваемого амортизируемого актива в конкретном интервале, в натуральных единицах измерения.

- Производственный метод амортизации актива пропорционально использованию его технического ресурса базируется на технической характеристике его потенциальной производительности (потенциальном километре пробега; потенциальном количестве часов использования и т. д.). Норма (ставка) амортизации определяется при этом методе в расчете на единицу технического ресурса (технической производительности) актива по следующим формулам:

Норма (ставка) амортизации актива с нулевой ликвидационной стоимостью в расчете на единицу технического ресурса, в сумме = Сумма первоначальной стоимости амортизируемого актива / Прогнозируемый объем технического ресурса (технической производительности) актива.

Норма (ставка) амортизации актива с положительной ликвидационной стоимостью в расчете на единицу технического ресурса, в сумме = (Сумма первоначальной стоимости амортизируемого актива - Сумма ликвидационной стоимости амортизируемого актива) / Прогнозируемый объем технического ресурса (технической производительности) актива.

На основе рассчитанной нормы (ставки) амортизации сумма амортизационных отчислений в конкретном интервале общего полезного срока службы актива определяется при этом методе по следующей формуле:

Сумма амортизационных отчислений по активу с нулевой (или положительной) ликвидационной стоимостью в конкретном интервале общего полезного срока его службы = Норма (ставка) амортизации актива с нулевой или положительной ликвидационной стоимостью в расчете на единицу технического ресурса, в сумме Фактически истраченный объем технического ресурса в конкретном интервале, в соответствующих единицах.

Рассматривая производственный метод амортизации активов, следует отметить, что он относится к числу наиболее сложных в общей системе методов. Поэтому этот метод амортизации получил относительно узкое применение даже в странах с развитой рыночной экономикой. Его преимуществом является точное отражение реальной потери стоимости амортизируемого актива в соответствии с уровнем интенсивности его эксплуатации, которая носит во времени неравномерный характер. В этом случае остаточная стоимость актива точно соответствует его эксплуатационному состоянию (уровню полезности). Кроме того, сумма амортизационных отчислений при этом методе ее начисления рассматривается как составляющая переменных издержек, что повышает точность калькулирования себестоимости

продукции. Вместе с тем, этому методу присущи и определенные недостатки: во-первых, он требует ! индивидуального учета результатов амортизационного процесса по отдельным разновидностям активов (групповой Расчет амортизации в этом случае невозможен из-за различий исходных показателей); во-вторых, фактические Результаты использования технического ресурса активов в большинстве случаев отклоняются от номинальных его характеристик (как в большую, так и в меньшую сторону)

Поэтому практическое использование этого метода амортизации возможно лишь при определении потенциальной производительности (потенциального технического ресурса) активов с достаточно высокой точностью.

3. Методы ускоренной амортизации [accelerated methods; AM] уже получили определенное распространение в отечественной хозяйственной практике (в зарубежной практике хозяйствования они занимают второе по распространенности место после метода прямолинейной амортизации активов). Концепция использования этого метода базируется на том, что многие амортизируемые активы в первые годы своей эксплуатации имеют более высокую производительность; кроме того, в связи с технологическим прогрессом такие виды активов подвержены интенсивному функциональному (моральному) износу. Соответственно амортизационный поток по таким видам активов должен протекать более интенсивно на первоначальном этапе их эксплуатации, что позволяет накапливать необходимую сумму средств для их реновации до того, как они изнашиваются физически. При такой концепции стоимость актива и его реальная полезность уменьшается пропорционально. Это прежде всего относится к высокотехнологичным видам активной части основных средств (например, к компьютерной технике) и нематериальных активов (например, к компьютерным программам).

В соответствии с международными стандартами учета в хозяйственной практике могут быть использованы три основных метода ускоренной амортизации.

- Метод суммы чисел лет (или кумулятивный метод) [sum-of-the-years digits method; SYDM] использует в качестве основы сумму чисел лет общего полезного срока эксплуатации актива. Например, при предполагаемом пятилетнем периоде эксплуатации приобретенного актива, сумма чисел этих лет составит:

$$1+2 + 3 + 4 + 5 = 15.$$

Показатель суммы чисел лет по любому амортизируемому активу может быть определен по следующей формуле:

Сумма чисел лет эксплуатации амортизируемого актива = ((Предполагаемый (или нормативно установленный) период использования ("период полезной службы") актива в годах (Предполагаемый (или нормативно установленный) период использования ("период полезной службы") актива в годах + 1)) / 2

Норма амортизации при этом методе рассчитывается на одну условную единицу этой суммы лет в виде дроби /начиная с последнего числа лет эксплуатации актива и далее на регрессионной основе). При расчете нормы амортизации используется следующая формула:

Годовая норма (ставка) амортизации актива в конкретном интервале общего периода его эксплуатации = Конкретный год эксплуатации актива в обратном порядке их исчисления / Сумма чисел лет эксплуатации амортизируемого актива.

Соответственно сумма амортизационных отчислений в конкретном интервале (году) общего полезного периода эксплуатации актива при использовании этого метода рассчитывается по следующим формулам:

Сумма амортизационных отчислений по активу с нулевой ликвидационной стоимостью в рассматриваемом годовом интервале общего периода его эксплуатации = Сумма первоначальной стоимости амортизируемого актива Годовая норма (ставка) амортизации актива в конкретном интервале (году) общего периода его эксплуатации.

Сумма амортизационных отчислений по активу с нулевой ликвидационной стоимостью в рассматриваемом годовом интервале общего периода его



эксплуатации = (Сумма первоначальной стоимости амортизируемого актива - Сумма ликвидационной стоимости амортизируемого актива) Годовая норма (ставка) амортизации актива в конкретном интервале (году) общего периода его эксплуатации.

- Метод "уменьшающегося остатка" [declining-balance method; DBM] использует в качестве основы любой фиксированный показатель годовой нормы амортизации актива, превышающий его значение при прямолинейной его амортизации. Особенностью этого метода является то, что базовой стоимостью актива при начислении амортизации выступает не первоначальная, а остаточная его стоимость (т.е. постоянно уменьшающийся остаток стоимости актива, что и дало название этому методу амортизации). При таком подходе к амортизации любая ликвидационная стоимость актива не влияет на ежегодные ее начисления. Рассматриваемый метод амортизации никогда полностью не сводит сумму остаточной стоимости актива к нулю — когда величина чистой балансовой стоимости актива становится незначительной по сравнению с первоначальной его стоимостью, она полностью списывается в последний год полезного периода его службы.

Наиболее популярной разновидностью этого метода ускоренной амортизации является метод "двойного уменьшающегося остатка" [double-declining-balance method; DDBM], при котором в первый год эксплуатации актива используется удвоенная норма амортизации (по отношению к норме амортизации, используемой при прямолинейном методе).

Основным преимуществом методов ускоренной амортизации активов является более быстрое формирование средств амортизационного фонда, что дает возможность проводить интенсивную их реновацию в соответствии с требованиями технологического прогресса. Кроме того, этот метод амортизации активов генерирует ранее рассмотренный эффект "налогового щита". Недостатками этих методов амортизации активов является несоответствие показателей их стоимости по балансу реальной рыночной стоимости (балансовая их стоимость снижается гораздо быстрее, чем рыночная). Кроме того, при использовании этих методов в первые годы эксплуатации активов существенно возрастает себестоимость продукции, что ограничивает возможности осуществления предприятием эффективной ценовой политики.

4. Прочие методы амортизации не получили широкого распространения в странах с развитой рыночной экономикой (в отечественной хозяйственной практике они не именуются вовсе). В числе этих методов, используемых в отдельных странах, можно отметить следующие:

- Метод дегрессионной амортизации активов. В основе этого метода лежит возрастание норм амортизации актива по мере роста срока его использования. Цель применения этого метода заключается в увеличении рентабельности в первые годы эксплуатации активов за счет снижения уровня себестоимости продукции. Этот метод амортизации активов часто сочетается с осуществлением ценовой политики "проникновения на рынок".

- Метод амортизации активов на основе их переоценки. В основе этого метода лежит оценка рыночной стоимости амортизируемого актива на начало и конец отчетного периода. Сумма амортизации в этом случае будет представлять собой разность между стоимостью рассматриваемого актива по результатам его переоценки. Цель применения этого метода заключается в четком следовании при оценке стоимости актива за тенденциями рыночных цен на его аналоги.

- Метод амортизации активов на основе сложных процентов ("метод сложных процентов"). Этот метод предполагает оценку остаточной стоимости актива путем дисконтирования первоначальной его стоимости по ставке дисконта, равной средневзвешенной стоимости капитала, используемого предприятием. Сумма амортизации в этом случае также определяется как разность между первоначальной и остаточной стоимостью актива в рассматриваемом периоде.

В процессе выбора метода амортизации перед предприятием часто стоит задача определения сравнительного экономического эффекта, достигаемого при

использовании отдельных из этих методов. Показателем такого эффекта выступает сумма прироста чистого денежного потока, достигаемая при использовании любого из рассмотренных методов амортизации в сравнении с методом прямолинейной амортизации актива. В нашей хозяйственной практике расчет этого эффекта сводится обычно к сравнению чистого Денежного потока при ускоренной и прямолинейной амортизации актива. Сумма прироста чистого денежного потока в этом случае может быть рассчитана по следующей формуле:

$$\Delta \text{ЧДП}_A = \text{НП} \times \sum_{t=1}^n \frac{AO_{yt} - AO_{nt}}{(1 + i)^{t-1}}$$

где  $\Delta \text{ЧДП}_A$  — сумма прироста чистого денежного потока достигаемого при использовании метода ускоренной амортизации актива за весь период его эксплуатации;

НП — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;  $AO_{yt}$  — сумма амортизационных отчислений при ускоренной амортизации актива в конкретном временном интервале (t);

$AO_{nt}$  — сумма амортизационных отчислений при прямолинейной амортизации актива в конкретном временном интервале (t);

n — общий период эксплуатации актива, выраженный числом рассматриваемых временных интервалов (обычно в годах);

i — дисконтный множитель, используемый при расчете настоящей стоимости денег, выраженный десятичной дробью.

На основе приведенной принципиальной формулы эффект в форме прироста чистого денежного потока может быть рассчитан при сравнении с методом прямолинейной амортизации любого иного метода ее начисления.

Применение различных методов амортизации обеспечивает альтернативность выбора возможных управленческих решений в целях достижения наиболее эффективного использования внеоборотных активов предприятия.

## Управление эмиссией акций

Привлечение собственного капитала из внешних источников путем дополнительной эмиссии акций является сложным и дорогостоящим процессом. Поэтому к данному источнику формирования собственных финансовых ресурсов следует прибегать лишь в крайне ограниченных случаях.

С позиции финансового менеджмента основной целью управления эмиссией акций является привлечение на фондовом рынке необходимого объема собственных финансовых ресурсов в минимально возможные сроки.

Процесс управления эмиссией акций строится по следующим основным этапам (рис. 8.6):

1. Исследование возможностей эффективного размещения предполагаемой эмиссии акций. Решение о предполагаемой первичной (при преобразовании предприятия в акционерное общество) или дополнительной (если предприятие уже создано в форме акционерного общества и нуждается в дополнительном притоке собственного капитала) эмиссии акций можно принять лишь на основе всестороннего предварительного анализа конъюнктуры фондового рынка и оценки потенциальной инвестиционной привлекательности своих акций.

ЭТАПЫ УПРАВЛЕНИЯ ЭМИССИЕЙ АКЦИИ
1. Исследование возможностей эффективного размещения предполагаемой эмиссии акций
2. Определение целей эмиссии
3. Определение объема эмиссии
4. Определение номинала, видов и количества эмитируемых акций
5. Оценка стоимости привлекаемого акционерного капитала
6. Определение эффективных форм андеррайтинга

Рисунок 8.6. Основные этапы формирования эмиссионной политики предприятия при увеличении акционерного капитала.

Анализ конъюнктуры фондового рынка (биржевого и внебиржевого) включает характеристику состояния спроса и предложения акций, динамику уровня цен их котировки, объемов продаж акций новых эмиссий и ряда других показателей. Результатом проведения такого анализа является определение уровня чувствительности реагирования фондового рынка на появление новой эмиссии и оценка его потенциала поглощения эмитируемых объемов акций.

Оценка потенциальной инвестиционной привлекательности своих акций проводится с позиции учета перспективности развития отрасли (в сравнении с другими отраслями), конкурентоспособности производимой продукции, а также уровня показателей своего финансового состояния сравнении со среднеотраслевыми показателями). В процессе оценки определяется возможная степень инвестиционной предпочтительности акций своей компании в сравнении с обращающимися акциями других компаний.

2. Определение целей эмиссии. В связи с высокой стоимостью привлечения собственного капитала из внешних источников цели эмиссии должны быть достаточно весомыми с позиций стратегического развития предприятия и возможностей существенного повышения его рыночной стоимости в предстоящем периоде. Основными из таких целей, которыми предприятие руководствуется, прибегая к этому источнику формирования собственного капитала, являются:

- а) реальное инвестирование, связанное с отраслевой (подотраслевой) и региональной диверсификацией производственной деятельности (создание сети новых филиалов, дочерних фирм, новых производств с большим объемом выпуска продукции и т.п.);
- б) необходимость существенного улучшения структуры используемого капитала (повышение доли собственного капитала с целью роста уровня финансовой устойчивости; обеспечение более высокого уровня собственной кредитоспособности и снижение за счет этого стоимости привлечения заемного капитала; повышение суммы эффекта финансового левериджа и т.п.);
- в) намечаемое поглощение других предприятий с целью получения эффекта синергизма (участие в приватизации сторонних государственных предприятий также может рассматриваться как вариант их поглощения, если при этом обеспечивается приобретение контрольного пакета акций или преимущественная доля в уставном капитале);
- г) иные цели, требующие быстрой аккумуляции значительного объема собственного капитала.

3. Определение объема эмиссии. При определении объема эмиссии необходимо

исходить из ранее рассчитанной потребности в привлечении собственных финансовых Ресурсов за счет внешних источников.

4. Определение номинала, видов и количества эмитируемых акций. Номинал акций определяется с учетом основных категорий предстоящих их покупателей (наибольшие номиналы акций ориентированы на их приобретение институциональными инвесторами, а наименьшие — на приобретение населением). В процессе определения видов акций (простых и привилегированных) устанавливается целесообразность выпуска привилегированных акций; если такой выпуск признан целесообразным, то устанавливается соотношение простых и привилегированных акций (при этом следует иметь в виду, что в соответствии с действующим законодательством доля привилегированных акций не может превышать 10% общего объема эмиссии). Количество эмитируемых акций определяется исходя из объема эмиссии и номинала одной акции (в процессе одной эмиссии может быть установлен лишь один вариант номинала акций).

5. Оценка стоимости привлекаемого акционерного капитала. В соответствии с принципами такой оценки она осуществляется по двум параметрам: а) предполагаемому уровню дивидендов (он определяется исходя из избранного типа дивидендной политики); б) затрат по выпуску акций и размещению эмиссии (приведенных к среднегодовому размеру). Расчетная стоимость привлекаемого капитала сопоставляется с фактической средневзвешенной стоимостью капитала и средним уровнем ставки процента на рынке капитала. Лишь после этого принимается окончательное решение об осуществлении эмиссии акций.

6. Определение эффективных форм андеррайтинга. Если не предусмотрена продажа акций непосредственно инвестором по подписке, то для того, чтобы быстро и эффективно провести открытое размещение эмитируемого объема акций, необходимо определить состав андеррайтеров, согласовать с ними степень их участия в размещении эмиссии, цены начальной котировки акций и размер комиссионного вознаграждения (спрэда), обеспечить регулирование объемов продажи акций в соответствии с потребностями в потоке поступления финансовых средств, обеспечивающих поддержание ликвидности уже размещенных акций на первоначальном этапе их обращения.

С учетом возросшего объема собственного капитала предприятие имеет возможность используя неизменный коэффициент финансового левериджа соответственно увеличить объем привлекаемых заемных средств в стратегическом периоде.

## Содержание процесса у стратегического управления формированием заемных финансовых ресурсов

Эффективная финансовая деятельность предприятия в стратегической перспективе невозможна без постоянного привлечения заемных средств. Использование заемного капитала позволяет существенно расширить объем хозяйственной деятельности предприятия, обеспечить более эффективное использование собственного капитала, ускорить формирование различных целевых финансовых фондов, а в конечном счете — повысить рыночную стоимость предприятия.

Хотя основу любого бизнеса составляет собственный капитал, на предприятиях ряда отраслей экономики объем используемых заемных средств значительно превосходит объем собственного капитала. В связи с этим управление привлечением и эффективным использованием заемных средств является одной из важнейших функций финансового менеджмента, направленной на обеспечение достижения высоких конечных результатов хозяйственной деятельности предприятия.

Заемные финансовые ресурсы, обеспечивающие стратегическое развитие

предприятия, формируются обычно на долгосрочной основе (краткосрочные кредиты и займы обслуживают, как правило, текущую операционную деятельность предприятия). В процессе стратегического управления привлечением заемных финансовых ресурсов используется следующая их классификация (рис. 9.1).

КЛАССИФИКАЦИЯ ПРИВЛЕКАЕМЫХ ЗАЕМНЫХ СРЕДСТВ	
ПО ВИДАМ ЗАЕМНЫХ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ	
▪	Долгосрочный банковский кредит
▪	Финансовый лизинг
▪	Облигационный займ
▪	Прочие виды
ПО ЦЕЛЯМ ПРИВЛЕЧЕНИЯ	
▪	Заемные средства, привлекаемые для обеспечения воспроизводства внеоборотных активов
▪	Заемные средства, привлекаемые для пополнения оборотных активов
▪	Заемные средства, привлекаемые для удовлетворения иных хозяйственных или социальных потребностей
ПО ФОРМЕ ПРИВЛЕЧЕНИЯ	
▪	Заемные средства, привлекаемые в денежной форме (финансовый кредит)
▪	Заемные средства, привлекаемые в форме оборудования (финансовый лизинг)
▪	Заемные средства, привлекаемые в иных материальных или нематериальных формах
ПО ФОРМЕ ОБЕСПЕЧЕНИЯ	
▪	Необеспеченные заемные средства
▪	Заемные средства, обеспеченные залогами или гарантией
▪	Заемные средства, обеспеченные залогом

Рисунок 9.1. Классификация заемных финансовых ресурсов, обеспечивающих стратегическое развитие предприятия.

Процесс управления формированием заемных финансовых ресурсов предприятия строится по следующим основным этапам (рис. 9.2).

ЭТАПЫ	СТРАТЕГИЧЕСКОГО	УПРАВЛЕНИЯ
ФОРМИРОВАНИЕМ ЗАЕМНЫХ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ		
1. Анализ привлечения и использования заемных финансовых ресурсов в предшествующем периоде		
2. Определение целей привлечения заемных финансовых ресурсов в предстоящем периоде		
3. Определение предельного объема привлечения заемных финансовых ресурсов		
4. Оценка стоимости привлечения заемных финансовых ресурсов из различных источников		
5. Определение сроков использования привлекаемых заемных ресурсов		
6. Определение состава основных кредиторов		
7. Формирование эффективных условий привлечения заемных финансовых ресурсов		
8. Обеспечение эффективного использования привлеченных заемных финансовых ресурсов		
9. Обеспечение своевременных расчетов по полученным кредитам и займам		

Рисунок 9.2. Основные этапы стратегического управления формированием заемных финансовых ресурсов.

1. Анализ привлечения и использования заемных финансовых ресурсов в предшествующем периоде. Целью такого анализа является выявление объема, состава и форм привлечения заемных финансовых ресурсов предприятием, а также оценка эффективности их использования.

- На первой стадии анализа изучается динамика общего объема привлечения заемных финансовых ресурсов в рассматриваемом периоде; темпы этой динамики сопоставляются с темпами прироста суммы собственных финансовых ресурсов, объемов операционной и инвестиционной деятельности, общей суммы активов предприятия.
- На второй стадии анализа определяются основные виды привлечения заемных средств, анализируются в динамике удельный вес долгосрочного банковского кредита финансового лизинга и т.п. в общей сумме заемных финансовых ресурсов, используемых предприятием.
- На третьей стадии анализа определяется соотношение объемов используемых предприятием заемных финансовых ресурсов по срокам их привлечения. В этих целях проводится соответствующая группировка используемого заемного капитала по этому признаку.
- На четвертой стадии анализа изучается состав конкретных кредиторов предприятия и условия предоставления ими различных форм кредитов. Эти условия анализируются с позиций их соответствия конъюнктуре финансового рынка.
- На пятой стадии анализа изучается эффективность использования заемных финансовых ресурсов в целом и отдельных их видов на предприятии. В этих целях используются показатели оборачиваемости и рентабельности заемного капитала, рассмотренные ранее. Первая группа этих показателей сопоставляется в процессе



анализа со средним периодом оборота собственного капитала.

Результаты проведенного анализа служат основой оценки целесообразности использования заемных финансовых ресурсов на предприятии в сложившихся объемах и формах.

2. Определение целей привлечения заемных финансовых ресурсов в предстоящем периоде. Эти средства привлекаются предприятием на строго целевой основе, что является одним из условий последующего эффективного их использования. Основными целями привлечения заемных средств предприятиями являются:

а) пополнение необходимого объема постоянной части оборотных активов. В настоящее время большинство предприятий, осуществляющих производственную деятельность, не имеют возможности финансировать полностью эту часть оборотных активов за счет собственного капитала. Значительная часть этого финансирования осуществляется за счет заемных средств;

б) формирование недостающего объема инвестиционных ресурсов. Целью привлечения заемных средств в этом случае выступает необходимость ускорения реализации отдельных реальных проектов предприятия (новое строительство, реконструкция, модернизация); обновление основных средств (финансовый лизинг) и т.п.

в) обеспечение социально-бытовых потребностей своих работников. В этих случаях заемные средства привлекаются для выдачи ссуд своим работникам на индивидуальное жилищное строительство, обустройство садовых и огородных участков и на другие аналогичные цели;

г) другие временные нужды. Принцип целевого привлечения заемных средств обеспечивается и в этом случае, хотя такое их привлечение осуществляется обычно в небольших объемах.

3. Определение предельного объема привлечения заемных финансовых ресурсов. Максимальный объем этого привлечения диктуется двумя основными условиями:

а) предельным эффектом финансового левериджа. Так как объем собственных финансовых ресурсов формируется на предшествующем этапе, общая сумма используемого собственного капитала может быть определена заранее. По отношению к ней рассчитывается коэффициент финансового левериджа (коэффициент финансирования), при котором его эффект будет максимальным. С учетом суммы собственного капитала в предстоящем периоде и рассчитанного коэффициента финансового левериджа вычисляется предельный объем заемных финансовых ресурсов, обеспечивающий эффективное использование собственного капитала;

б) обеспечением достаточной финансовой устойчивости предприятия. Она должна оцениваться не только с позиций самого предприятия, но и с позиций возможных его кредиторов, что обеспечит впоследствии снижение стоимости привлечения заемных финансовых ресурсов.

С учетом этих требований предприятие устанавливает лимит использования заемных финансовых ресурсов в процессе своего стратегического развития.

4. Оценка стоимости привлечения заемных финансовых ресурсов из различных источников. Такая оценка проводится в разрезе различных видов заемных финансовых ресурсов, привлекаемых предприятием. Результаты такой оценки служат основой разработки управленческих решений относительно выбора альтернативных источников привлечения заемных средств, обеспечивающих удовлетворение перспективных потребностей предприятия в заемных финансовых ресурсах.

5. Определение сроков использования привлекаемых заемных ресурсов. В процессе этих расчетов определяются полный и средний срок использования заемных средств. Полный срок использования заемных финансовых ресурсов представляет собой период времени с начала их поступления до окончательного погашения всей суммы долга. Он включает в себя три временных периода: а) срок полезного использования; б) льготный (грационный) период; в) срок погашения.

- а) срок полезного использования — это период времени, в течение которого предприятие непосредственно использует предоставленные заемные средства в своей хозяйственной деятельности;
- б) льготный (грационный) период — это период времени с момента окончания полезного использования заемных средств до начала погашения долга. Он служит резервом времени для аккумуляции необходимых финансовых средств;
- в) срок погашения — это период времени, в течение которого происходит полная выплата основного долга и процентов по используемым заемным средствам. Этот показатель используется в тех случаях, когда выплата основного долга и процентов осуществляется не одномоментно после окончания срока использования заемных средств, а частями в течение определенного периода времени по предусмотренному графику.

Расчет полного срока использования заемных финансовых ресурсов осуществляется в разрезе перечисленных элементов исходя из целей их использования и сложившейся на финансовом рынке практики установления льготного периода и срока погашения.

Средний срок использования заемных финансовых ресурсов представляет собой средний расчетный период, в течение которого они находятся в использовании на предприятии.

Он определяется по формуле:

Средний срок использования заемных финансовых ресурсов = (Срок полезного использования заемных финансовых ресурсов / 2) + Льготный грационный период + (Срок погашения / 2)

Средний срок использования заемных финансовых ресурсов определяется по каждому целевому направлению привлечения этих ресурсов.

6. Определение состава основных кредиторов. Этот состав определяется видами привлекаемых заемных финансовых ресурсов.

7. Формирование эффективных условий привлечения заемных финансовых ресурсов.

К числу важнейших из этих условий относятся: а) срок предоставления кредита; б) ставка процента за кредит; в) условия выплаты суммы процента; г) условия выплаты основной суммы долга; д) прочие условия, связанные с получением кредита. Срок предоставления кредита является одним из определяющих условий его привлечения. Оптимальным считается срок предоставления кредита, в течение которого полностью реализуется цель его привлечения (например, ипотечный кредит — на срок реализации инвестиционного проекта).

Ставка процента за кредит характеризуется тремя основными параметрами: ее формой, видом и размером.

- По применяемым формам различают процентную ставку (для наращивания суммы долга) и учетную ставку (для дисконтирования суммы долга). Если размер этих ставок одинаков, то предпочтение должно быть отдано процентной ставке, так как в этом случае расходы по обслуживанию долга будут меньшими.
- По применяемым видам различают фиксированную ставку процента (устанавливаемую на весь срок кредита) и плавающую ставку процента (с периодическим пересмотром ее размера в зависимости от изменения учетной ставки центрального банка, темпов инфляции и конъюнктуры финансового рынка). Время, в течение которого ставка процента остается неизменной, называется процентным периодом. В условиях инфляции для предприятия предпочтительней является фиксированная ставка или плавающая ставка с высоким процентным периодом.
- Размер ставки процента за кредит является определяющим условием при оценке его стоимости.

Условия выплаты суммы процента характеризуются порядком выплаты его суммы. Этот порядок сводится к трем принципиальным вариантам: выплате всей суммы процента в момент предоставления кредита; выплате суммы процента равномерными частями; выплате всей суммы процента в момент уплаты основной суммы долга (при

погашении кредита). При прочих равных условиях предпочтительней является третий вариант.

Условия выплаты основной суммы долга характеризуются предусматриваемыми периодами его возврата. Эти условия сводятся к трем принципиальным вариантам: частичному возврату основной суммы долга в течение общего периода функционирования кредита; полному возврату всей суммы долга по истечении срока использования кредита; возврата основной или части суммы долга с предоставлением льготного периода по истечении срока полезного использования кредита. При прочих равных условиях третий вариант является для предприятия предпочтительней.

Прочие условия, связанные с получением кредита, могут предусматривать необходимость его страхования, выплаты дополнительного комиссионного вознаграждения банку, разный уровень размера кредита по отношению к сумме залога или залога и т.п.

8. Обеспечение эффективного использования заемных финансовых ресурсов. Критерием такой эффективности выступают показатели оборачиваемости и рентабельности привлекаемого заемного капитала.

9. Обеспечение своевременных расчетов по полученным кредитам и займам. С целью этого обеспечения по наиболее крупным кредитам и займам может заранее резервироваться специальный возвратный фонд. Платежи по обслуживанию полученных долгосрочных кредитов и займов включаются в платежный календарь и контролируются в процессе мониторинга финансовой деятельности.

На предприятиях, привлекающих большой объем заемных финансовых ресурсов, общее управление привлечением заемных средств может быть детализировано затем в разрезе отдельных их видов.

## Управление привлечением долгосрочного банковского кредита

В составе финансового кредита, привлекаемого предприятиями для стратегического развития своей хозяйственной деятельности, приоритетная роль принадлежит долгосрочному банковскому кредиту. Этот кредит имеет широкую целевую направленность и привлекается в самых разнообразных видах. В последние годы в кредитовании стратегического развития предприятий принимают участие не только отечественные, но и зарубежные банки (особенно в кредитовании совместных предприятий с участием иностранного капитала).

Долгосрочный банковский кредит предоставляется предприятиям на современном этапе в следующих основных видах (рис. 9.3):

ВИДЫ ДОЛГОСРОЧНЫХ БАНКОВСКИХ КРЕДИТОВ
Ломбардный кредит
Ипотечный кредит
Консорциумный (консорциальный) кредит
Ролloverный кредит

Рисунок 9.3. Основные виды банковских кредитов, предоставляемых предприятию для стратегического развития.

1. Ломбардный кредит. Такой кредит может быть получен предприятием под заклад высоколиквидных активов (векселей, государственных краткосрочных облигаций и т.п.), которые на период кредитования передаются банку. Размер кредита в этом случае соответствует определенной (но не всей) части стоимости переданных в

заклад активов. Как правило, этот вид кредита носит краткосрочный характер.

2. Ипотечный кредит. Такой кредит может быть получен от банков, специализирующихся на выдаче долгосрочных займов под залог основных средств или имущественного комплекса предприятий в целом ("ипотечных банков"). Предприятие, передающее в залог свое имущество, обязано застраховать его в полном объеме в пользу банка. При этом заложенное в банке имущество продолжает использоваться предприятием. В условиях резкого сокращения выдачи предприятиям необеспеченных банковских займов ипотечный кредит становится основной формой долгосрочного банковского кредитования.

3. Ролloverный кредит. Он представляет собой один из видов долгосрочного кредита с периодически пересматриваемой процентной ставкой (т.е. с перманентным "перекредитованием" в связи с изменением конъюнктуры финансового рынка). В европейской практике предоставления ролloverных кредитов пересмотр процентной ставки осуществляется один раз в квартал или полугодие (в условиях высокой инфляции и частой смены учетной ставки центрального банка периодичность пересмотра процентных ставок за кредит может быть более частой).

4. Консорциумный (консорциальный) кредит. Кредитная политика банка, система установленных нормативов кредитования или высокий уровень риска иногда не позволяют ему в полной мере удовлетворить высокую потребность предприятия-клиента в кредите. В этом случае банк, обслуживающий предприятие, может привлечь к кредитованию своего клиента другие банки (союз банков для осуществления таких кредитных операций носит название "консорциум"). После заключения с предприятием-клиентом кредитного договора банк аккумулирует средства других банков и передает их заемщику, соответственно распределяя сумму процентов при обслуживании долга. За организацию консорциумного кредита ведущий (обслуживающий клиента) банк получает определенное комиссионное вознаграждение.

Разнообразие видов и условий привлечения долгосрочного банковского кредита определяют необходимость эффективного управления этим процессом на предприятиях с высоким объемом потребности в этом виде заемных финансовых ресурсов. В этом случае цели и методы привлечения заемного капитала конкретизируются с учетом особенностей долгосрочного банковского кредитования, выделяясь при необходимости в самостоятельный вид стратегического финансового управления.

Такое управление осуществляется по следующим основным этапам (рис. 9.4.):

ЭТАПЫ УПРАВЛЕНИЯ ПРИВЛЕЧЕНИЕМ ДОЛГОСРОЧНОГО БАНКОВСКОГО КРЕДИТА
1. Оценка собственной кредитоспособности
2. Выбор необходимых видов привлекаемого долгосрочного банковского кредита
3. Изучение и оценка условий осуществления долгосрочного банковского кредитования в разрезе видов кредита
3. „Выравнивание“ кредитных условий в процессе заключения кредитного договора
4. Обеспечение условий эффективного использования долгосрочного банковского кредита
5. Организация контроля за текущим обслуживанием долгосрочного банковского кредита
6. Обеспечение своевременной и полной амортизации суммы основного долга по долгосрочным банковским кредитам

Рисунок 9.4. Основные этапы стратегического управления привлечением

долгосрочного банковского кредита.

1. Определение целей использования привлекаемого долгосрочного банковского кредита. Так как различные виды долгосрочного банковского кредита в полной мере могут удовлетворить весь спектр потребностей предприятия в заемных финансовых ресурсах (в этом проявляется универсальность банковского кредита), цели его использования вытекают из общих целей привлечения заемного капитала, рассмотренных ранее.

2. Оценка собственной кредитоспособности. Разрабатываемая предприятием политика привлечения долгосрочного банковского кредита должна корреспондировать по основным своим параметрам с соответствующими параметрами кредитной политики банков. В составе параметров кредитной политики банков одно из основных мест принадлежит оценке уровня кредитоспособности заемщиков, определяющего дифференциацию условий долгосрочного кредитования клиентов. Для того, чтобы предприятие могло определить базу переговоров с банками об условиях кредитования, оно должно предварительно оценить уровень своей кредитоспособности.

3. Выбор необходимых видов привлекаемого долгосрочного банковского кредита. Этот выбор определяется в основном следующими условиями:

- целями использования кредита;
- сроком намечаемого использования заемных финансовых ресурсов;
- определенностью сроков начала и окончания использования привлекаемых средств;
- возможностями обеспечения привлекаемого долгосрочного кредита.

В соответствии с установленным перечнем видов привлекаемого кредита предприятие проводит изучение и оценку коммерческих банков, которые могут предоставить ему эти виды кредитов. Оценка таких банков проводится лишь по привлекательности их кредитной политики; рейтинг банка, рассчитанный по другим показателям его деятельности, в данном случае не является определяющим и может служить лишь вспомогательным ориентиром при его оценке.

4. Изучение и оценка условий осуществления долгосрочного банковского кредитования в разрезе видов кредитов.

Этот этап формирования политики привлечения долгосрочных банковских кредитов является наиболее трудоемким и ответственным в силу многообразия оцениваемых условий и осуществления многочисленных расчетов. Состав основных кредитных условий, подлежащих изучению и оценке в процессе формирования политики привлечения предприятием банковского кредита, приведен на рис. 9.5.

СОСТАВ ОСНОВНЫХ КРЕДИТНЫХ УСЛОВИЙ
Предельный размер кредита
Предельный срок кредита
Формы обеспечения кредита
Условия погашения (амортизации) основного
Валюта кредита
Уровень кредитной ставки
Форма кредитной ставки
Вид кредитной ставки
Условия выплаты процента

Рисунок 9.5. Состав основных кредитных условий, подлежащих изучению и оценке в

процессе привлечения долгосрочного банковского кредита.

Предельный размер кредита коммерческие банки устанавливают в соответствии с кредитным рейтингом клиента и действующей системой обязательных экономических нормативов, утверждаемых центральным банком. При осуществлении кредитной политики коммерческие банки руководствуются в этом вопросе следующими видами обязательных экономических нормативов:

- максимальный размер риска на одного заемщика (или группу связанных заемщиков);
- максимальный размер крупных кредитных рисков;
- максимальный размер кредитов, предоставляемых банком своим акционерам или пайщикам;
- максимальный размер кредитов, предоставляемых банком своим инсайдерам.

Кроме этих обязательных экономических нормативов кредитной деятельности каждый коммерческий банк устанавливает обычно собственную систему лимитов суммы отдельных видов долгосрочного кредита.

Предельный срок кредита каждый коммерческий банк устанавливает в соответствии со своей кредитной политикой в форме лимитных периодов предоставления отдельных видов долгосрочного кредита.

Валюта кредита имеет для предприятия-заемщика значимость только в том случае, если оно ведет внешнеэкономические операции. При осуществлении таких операций предприятие может нуждаться в кредитах в одной из необходимых ему иностранных валют. Мультивалютные формы долгосрочного кредита (его предоставление одновременно в нескольких видах иностранных валют) в практике кредитования предприятий встречаются крайне редко.

Уровень кредитной ставки является определяющим условием при оценке кредитной привлекательности коммерческих банков. В его основе лежит стоимость межбанковского кредита, формируемая на базе учетной ставки центрального банка страны и средней маржи коммерческих банков (в зарубежной практике в этих целях используется ставка LIBOR, которая ежедневно фиксируется в одиннадцать часов по Гринвичу участниками Лондонского межбанковского рынка), прогнозируемого темпа инфляции, вида кредита и его срока, уровня премии за риск с учетом финансового состояния заемщика и предоставляемого им обеспечения ссуды.

Форма кредитной ставки отражает уровень ее динамики на протяжении кредитного периода. Так, долгосрочный банковский кредит может предоставляться на условиях фиксированной или плавающей кредитной ставки. Фиксированная кредитная ставка используется обычно при краткосрочном кредитовании предприятий; она позволяет более точно определять стоимость банковского кредита, прогнозировать поток платежей по его обслуживанию.

Вид кредитной ставки играет существенную роль в определении стоимости банковского кредита. По применяемым видам различают процентную (для наращивания суммы долга) и учетную (для дисконтирования суммы долга) кредитные ставки. Если размер этих ставок одинаков, то предпочтение должно быть отдано предприятием процентной ставке, так как в этом случае его платежи по обслуживанию долга (а соответственно и стоимость кредита) будут меньшими.

Условия выплаты процента характеризуются сроками его уплаты. Эти условия сводятся к трем принципиальным вариантам: а) выплате всей суммы процента в момент предоставления кредита; б) выплате суммы процента по кредиту равномерными частями (обычно в форме аннуитета); в) выплате всей суммы процента в момент погашения основной суммы долга. При прочих равных условиях наиболее предпочтительным для предприятия является третий вариант.

Условия погашения (амортизации) основного долга также оказывают существенное влияние как на стоимость, так и на размер реально используемых кредитных средств. Существуют три принципиальных варианта амортизации основного долга: а) определенными частями в процессе кредитного периода; б) сразу же после окончания кредитного периода; в) после окончания срока кредитования с предоставлением льготного периода для погашения долга. Естественно, при прочих равных условиях



наиболее предпочтительным для предприятия является последний вариант. Формы обеспечения кредита определяют в основном его стоимость — чем надежнее обеспечение долгосрочного кредита, тем ниже уровень его стоимости при прочих равных условиях за счет дифференциации размера премии за риск. Вместе с тем, одна из форм обеспечения долгосрочного кредита определяет и реальный размер используемых кредитных средств. Речь идет о требовании банка держать без использования определенную часть полученного долгосрочного кредита (обычно в размере 10%) в виде компенсационного остатка денежных активов на расчетном счете предприятия. В этом случае не только возрастает реальная стоимость долгосрочного банковского кредита (так как процент выплачивается по всей его сумме), но и соответственно уменьшается на размер компенсационного остатка сумма используемых предприятием кредитных средств.

Таким образом, основными условиями, повышающими стоимость долгосрочного банковского кредита и снижающими реальный размер используемых предприятием кредитных средств, являются:

- применение в расчетах кредитного процента учетной (дисконтной) ставки;
- авансовый платеж суммы процента по долгосрочному кредиту;
- частичная амортизация суммы основного долга на протяжении кредитного периода;
- хранение определенной суммы привлеченных кредитных средств в форме компенсационного остатка денежных активов.

Эти неблагоприятные для предприятия условия долгосрочного банковского кредитования должны быть компенсированы ему путем снижения уровня используемой кредитной ставки по сравнению со среднерыночным ее уровнем (по аналогичным видам кредитов).

В этих целях в процессе оценки условий осуществления банковского кредитования в разрезе видов кредитов используется специальный показатель — "грант-элемент", позволяющий сравнивать стоимость привлечения финансового кредита на условиях отдельных коммерческих банков со средними условиями на финансовом рынке. Расчет этого показателя осуществляется по следующей формуле:

$$ГЭ = 100 - \sum_{t=1}^n \frac{ПР + ОД}{БК(1+i)^n} \times 100$$

где ГЭ—показатель грант-элемента, характеризующий размер отклонений стоимости конкретного финансового кредита на условиях, предложенных коммерческим банком, от среднерыночной стоимости аналогичных кредитных инструментов, в процентах; ПР — сумма уплачиваемого процента в конкретном интервале (n) кредитного периода;

ОД — сумма амортизируемого основного долга в конкретном интервале (n) кредитного периода;

БК — общая сумма банковского кредита, привлекаемого предприятием; i — средняя ставка процента за кредит, сложившаяся на финансовом рынке по аналогичным кредитным инструментам, выраженная десятичной дробью;

n — конкретный интервал кредитного периода, по которому осуществляется платеж средств коммерческому банку;

t — общая продолжительность кредитного периода, выраженная числом входящих в него интервалов.

Так как грант-элемент сравнивает отклонение стоимости привлечения конкретного долгосрочного кредита от среднерыночной (выраженное в процентах к сумме кредита), его значения могут характеризоваться как положительной, так и отрицательной величинами. Ранжируя значения грант-элемента можно оценить уровень эффективности условий привлечения предприятием финансового кредита в соответствии с предложениями отдельных коммерческих банков.

5. "Выравнивание" кредитных условий в процессе заключения кредитного договора. Термин "выравнивание" характеризует процесс приведения условий конкретного кредитного договора в соответствие со средними условиями покупки-продажи долгосрочных кредитных инструментов на финансовом рынке. "Выравнивание" кредитных условий осуществляется в процессе переговоров с представителями конкретных коммерческих банков при подготовке проекта кредитного договора. В качестве основного критерия при проведении процесса "выравнивания" кредитных условий используются показатель "грант-элемент" и эффективная ставка процента на кредитном рынке.

6. Обеспечение условий эффективного использования долгосрочного банковского кредита. Так как долгосрочный банковский кредит представляет в современных условиях один из наиболее дорогих видов привлекаемого заемного капитала, обеспечению условий эффективного его использования в процессе стратегического развития предприятия Должно уделяться первостепенное внимание. Критерием такой эффективности выступают следующие условия:

- уровень кредитной ставки по долгосрочному банковскому кредиту должен быть ниже уровня рентабельности стратегических хозяйственных операций, для осуществления которых он привлекается;
- уровень кредитной ставки по долгосрочному банковскому кредиту должен быть ниже коэффициента рентабельности активов, иначе эффект финансового левириджа будет иметь отрицательное значение.

7. Организация контроля за текущим обслуживанием долгосрочного банковского кредита. Текущее обслуживание долгосрочного банковского кредита заключается в своевременной уплате процентов по нему в соответствии с условиями заключенных кредитных договоров. Эти платежи включаются в разрабатываемый предприятием платежный календарь и контролируются в процессе мониторинга его финансовой деятельности.

8. Обеспечение своевременной и полной амортизации суммы основного долга по долгосрочным банковским кредитам. Способы амортизации суммы основного долга зависят от предусмотренных кредитным договором условий его погашения. По требованиям этого договора (или по инициативе заемщика) на предприятиях может заблаговременно создаваться специальный фонд погашения долгосрочного кредита, платежи в который осуществляются по разработанному графику. На средства этого фонда, хранимые в коммерческом банке, начисляется депозитный процент.

## Управление финансовым лизингом

Переход к рыночным отношениям в нашей стране вызвал активное использование в практике финансовой деятельности новых для нас кредитных инструментов, получивших широкое применение в странах с развитой рыночной экономикой. Одним из таких инструментов является финансовый лизинг.

Финансовый лизинг (аренда) представляет собой хозяйственную операцию, предусматривающую приобретение арендодателем по заказу арендатора основных средств с дальнейшей передачей их в пользование арендатора на срок, не превышающий периода полной их амортизации с обязательной последующей передачей права собственности на эти основные средства арендатору. Финансовый лизинг рассматривается как один из видов финансового кредита. Основные средства, переданные в финансовый лизинг, включаются в состав основных средств арендатора.

Управление финансовым лизингом на предприятии связано с использованием различных его видов. Классификация видов финансового лизинга по основным классификационным признакам приведена на рисунке 9.6.

1. По составу участников лизинговой операции разделяют прямой и косвенный виды финансового лизинга.

- Прямой лизинг характеризует лизинговую операцию, которая осуществляется между лизингодателем и лизингополучателем без посредников. Одной из форм прямого лизинга является сдача актива в лизинг непосредственным его производителем, что значительно снижает затраты на осуществление лизинговой операции и упрощает процедуру заключения лизинговой сделки. Второй из форм прямого лизинга является так называемый возвратный лизинг, при котором предприятие продает соответствующий свой актив будущему лизингодателю, а затем само же арендует этот актив. При обеих формах прямого лизинга участие третьих лиц в лизинговой операции не предусматривается.
  - Косвенный лизинг характеризует лизинговую операцию, при которой передача арендуемого имущества лизингополучателю осуществляется через посредников (как правило, лизинговую компанию). В виде косвенного лизинга осуществляется в настоящее время преобладающая часть операций финансового лизинга.
2. По региональной принадлежности участников лизинговой операции выделяют внутренний и внешний (международный) лизинг.
- Внутренний лизинг характеризует лизинговую операцию, все участники которой являются резидентами данной страны.
  - Внешний (международный) лизинг связан с лизинговыми операциями, осуществляемыми участниками из разных стран. На современном этапе внешний финансовый лизинг используется, как правило, при совершении лизинговых операций совместными предприятиями с участием иностранного капитала.

КЛАССИФИКАЦИЯ ВИДОВ ФИНАНСОВОГО ЛИЗИНГА
ПО СОСТАВУ УЧАСТНИКОВ ЛИЗИНГОВОЙ ОПЕРАЦИИ
Прямой лизинг
Косвенный лизинг
ПО РЕГИОНАЛЬНОЙ ПРИНАДЛЕЖНОСТИ УЧАСТНИКОВ ЛИЗИНГОВОЙ ОПЕРАЦИИ
Внутренний лизинг
Внешний (международный) лизинг
ПО ЛИЗИНГУЕМОМУ ОБЪЕКТУ
Лизинг движимого имущества
Лизинг недвижимого имущества
ПО ФОРМАМ ЛИЗИНГОВЫХ ПЛАТЕЖЕЙ
Компенсационный лизинг
Смешанный лизинг
ПО ХАРАКТЕРУ ФИНАНСИРОВАНИЯ ОБЪЕКТА ЛИЗИНГА

Рисунок 9.6. Классификация видов финансового лизинга по основным признакам.

3. По лизингуемому объекту выделяют лизинг движимого и недвижимого имущества. Лизинг движимого имущества является основной формой лизинговых операций, законодательно регулируется в нашей стране. Как правило, объектом такого вида финансового лизинга являются машины и оборудование, входящее в состав операционных основных средств. 8 • Лизинг недвижимого имущества заключается в

покуп- е или строительстве по поручению лизингополучателя отдельных объектов недвижимости производственного, социального или другого назначения с их передачей ему на условиях финансового лизинга. Этот вид лизинга пока еще не получил распространения в нашей стране.

4. По формам лизинговых платежей различают денежный, компенсационный и смешанный виды лизинга.

Денежный лизинг характеризует платежи по лизинговому соглашению исключительно в денежной форме. Этот вид лизинга является наиболее распространенным в системе осуществления предприятием финансового лизинга.

- Компенсационный лизинг предусматривает возможность осуществления лизинговых платежей предприятием в форме поставок продукции (товаров, услуг), производимой при использовании лизингуемых активов.
- Смешанный лизинг характеризуется сочетанием платежей по лизинговому соглашению как в денежной, так и в товарной форме (форме встречных услуг).

5. По характеру финансирования объекта лизинга выделяют индивидуальный и раздельный лизинг.

- Индивидуальный лизинг характеризует лизинговую операцию, в которой лизингодатель полностью финансирует производство или покупку передаваемого в аренду имущества.
- Раздельный лизинг (леверидж-лизинг) характеризует лизинговую сделку, в которой лизингодатель приобретает объект аренды частично за счет собственного капитала, а частично — за счет заемного. Такой вид лизинга присущ крупным капиталоемким лизинговым операциям со сложным многоканальным финансированием передаваемого в аренду имущества.

С учетом изложенных основных видов финансового лизинга организуется процесс управления им на предприятии и.

Основной целью управления финансовым лизингом с позиций привлечения предприятием заемного капитала является минимизация потока платежей по обслуживанию каждой лизинговой операции.

Процесс управления финансовым лизингом на предприятии осуществляется по следующим основным этапам (рис. 9.7):

ЭТАПЫ УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСОВЫМ ЛИЗИНГОМ
1. Выбор объекта финансового лизинга
2. Выбор вида финансового лизинга
3. Согласование с лизингодателем условий осуществления лизинговой операции
4. Оценка эффективности лизинговой операции
5. Организация контроля за своевременным осуществлением лизинговых платежей

Рисунок 9.7. Основные этапы управления финансовым лизингом на предприятии.

1. Выбор объекта финансового лизинга. Такой выбор определяется необходимостью обновления или расширения состава операционных внеоборотных активов предприятия с учетом оценки инновационных качеств отдельных альтернативных их видов.

2. Выбор вида финансового лизинга. В основе такого выбора лежит классификация видов финансового лизинга и оценка следующих основных факторов:

- страна-производитель продукции, являющейся объектом финансового лизинга;
- рыночная стоимость объекта финансового лизинга;

- развитость инфраструктуры регионального лизингового рынка;
- сложившаяся практика осуществления лизинговых операций по аналогичным объектам лизинга;
- возможности эффективного использования лизингополучателем актива, являющегося объектом лизинга.

В процессе выбора вида финансового лизинга учитывается механизм приобретения лизингуемого актива, который сводится к трем альтернативным вариантам:

- а) предприятие-лизингополучатель самостоятельно осуществляет отбор необходимого ему объекта лизинга и конкретного производителя — продавца имущества, а лизингодатель оплатив его стоимость передает это имущество в пользование лизингополучателя на условиях финансового лизинга (эта схема принципиально применима и к возвратному лизингу);
- б) предприятие-лизингополучатель поручает отбор необходимого ему объекта лизинга своему потенциальному лизингодателю, который после его приобретения передает его предприятию на условиях финансового лизинга (такая схема наиболее часто используется при внешнем лизинге);
- в) лизингодатель наделяет предприятие-лизингополучатель полномочиями своего агента по заказу предполагаемого объекта лизинга у его изготовителя и после его оплаты передает приобретенное им имущество лизингополучателю на условиях финансового лизинга (такая схема наиболее часто используется при внутреннем лизинге).

Таким образом, процесс выбора вида финансового лизинга совмещается обычно с процессом выбора и потенциального лизингодателя.

3. Согласование с лизингодателем условий осуществления лизинговой сделки. Это наиболее ответственный этап Управления финансовым лизингом, во многом определяющий эффективность предстоящей лизинговой операции. В Процессе этого этапа управления согласовываются следующие основные условия (рис. 9.8).

ОСНОВНЫЕ УСЛОВИЯ ЛИЗИНГОВОЙ ОПЕРАЦИИ
1. Срок лизинга
2. Общая сумма лизинговой операции
3. Условия страхования лизингуемого имущества
4. Форма лизинговых платежей
5. Условия закрытия сделки при финансовой несостоятельности лизингополучателя
6. Система штрафных санкций за просрочку лизинговых платежей
7. График осуществления лизинговых платежей

Рисунок 9.8. Характеристика основных условий осуществления лизинговой операции, подлежащих согласованию с лизингодателем.

**Срок лизинга.** В соответствии с механизмом финансового лизинга такой срок определяется обычно общим периодом амортизации лизингуемого имущества. По международным стандартам он не может быть ниже периода 75%-ой амортизации объекта лизинга (с последующей его продажей лизингополучателю по остаточной или ликвидационной стоимости).

**Сумма лизинговой операции.** Размер этой суммы должен обеспечивать возмещение лизингодателю всех затрат по приобретению объекта лизинга; кредитного процента за отвлекаемые им на длительный период денежные ресурсы; комиссионное вознаграждение, покрывающее его операционные расходы по обслуживанию лизинговой операции; налоговые платежи, обеспечивающие получение чистой прибыли.

**Условия страхования лизингуемого имущества.** В соответствии с действующей практикой страхование имущества — объекта лизинга осуществляет

лизингополучатель в пользу лизингодателя. Отдельные аспекты этого страхования подлежат согласованию сторон.

Форма лизинговых платежей. Хотя видами лизинга усматриваются различные формы осуществления лизинговых платежей, в практике финансового лизинга применяется обычно денежная форма. При косвенном финансовом лизинге денежная форма лизинговых платежей является, как правило, обязательным условием, а при прямом лизинге по согласованию сторон могут допускаться компенсационные платежи в форме товаров и услуг.

График осуществления лизинговых платежей. По срокам внесения этих платежей различают:

- равномерный поток лизинговых платежей;
- прогрессивный (нарастающий по размерам) поток лизинговых платежей;
- регрессивный (снижающийся по размерам) поток лизинговых платежей;
- неравномерный поток лизинговых платежей (с неравномерными периодами и размерами их выплат).

При согласовании графика осуществления лизинговых платежей предприятие должно исходить из своих финансовых возможностей, размера и периодичности генерируемых денежных потоков с использованием лизингуемых активов, а также стремиться к минимизации общего размера лизинговых платежей в настоящей стоимости. Такая минимизация обеспечивается путем сравнения дисконтируемых потоков лизинговых платежей различных видов (формула, по которой осуществляется такое дисконтирование лизинговых платежей, рассмотрена ранее).

Система штрафных санкций за просрочку лизинговых платежей. Обычно такие штрафные санкции строятся в форме пени за каждый день просрочки очередного платежа, которая призвана возместить лизингодателю его прямые потери и упущенную выгоду.

Условия закрытия сделки при финансовой несостоятельности лизингополучателя. По условиям финансового лизинга договор не может быть расторгнут по инициативе лизингополучателя (за исключением случая, когда лизингодателем не были соблюдены условия приобретения и поставки лизингуемого имущества). Если же лизингополучатель в процессе действия договора в силу финансовой несостоятельности был объявлен банкротом, сумма закрытия сделки включает в себя невыплаченную часть общей суммы лизинговых платежей, сумму пени за просрочку платежей, а также неустойку, определенную договором. Возмещение суммы закрытия лизинговой сделки осуществляется страховой компанией или за счет проданного имущества предприятия-банкрота.

4. Оценка эффективности лизинговой операции. В основе такой оценки лежит сравнение суммарных потоков платежей при различных формах финансирования активов.

Эффективность денежных потоков (потоков платежей) сравнивается в настоящей стоимости по таким основным вариантам решений: приобретение активов в собственность за счет собственных финансовых ресурсов; приобретение активов в собственность за счет долгосрочного банковского кредита; аренда (лизинг) активов.

• Основу денежного потока приобретения актива в собственность за счет собственных финансовых ресурсов составляют расходы по его покупке, т.е. рыночная цена актива. Эти расходы осуществляются при покупке актива и поэтому не требуют приведения к настоящей стоимости.

• Основу денежного потока приобретения актива в собственность за счет долгосрочного банковского кредита составляют процент за пользование кредитом и общая его сумма, подлежащая возврату при погашении. Расчет общей суммы этого денежного потока в настоящей стоимости осуществляется по следующей формуле;



$$ДПК_n = \sum_{T=1}^N \frac{ПК(1-H_n)}{(1+i)^t} + \frac{СК}{(1+i)^n}$$

где ДПКН — сумма денежного потока по долгосрочному банковскому кредиту, приведенная к настоящей стоимости;

ПК — сумма уплачиваемого процента за кредит в соответствии с годовой его ставкой;

СК—сумма полученного кредита, подлежащего погашению в конце кредитного периода;

Нп — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью; i — годовая ставка процента за долгосрочный кредит, выраженная десятичной дробью;

n — количество интервалов, по которым осуществляется расчет процентных платежей, в общем обусловленном периоде времени.

• Основу денежного потока аренды (лизинга) актива составляют авансовый лизинговый платеж (если он оговорен ССловиями лизингового соглашения) и регулярные лизинговые платежи (арендная плата) за использование актива, расчет общей суммы этого денежного потока в настоящей стоимости осуществляется по следующей формуле:

$$ДПЛ_n = АПЛ_{л} + \sum_{t=1}^n \frac{ЛП(1-H_n)}{(1+i)^t}$$

где ДПЛН — сумма денежного потока по лизингу (аренде) актива, приведенная к настоящей стоимости;

АПЛ — сумма авансового лизингового платежа, предусмотренного условиями лизингового соглашения;

ЛП — годовая сумма регулярного лизингового платежа за использование арендуемого актива;

Нп — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью; i —среднегодовая ставка ссудного процента на рынке капитала (средняя ставка процента по долгосрочному кредиту), выраженная десятичной дробью;

n — количество интервалов, по которым осуществляется расчет процентных платежей, в общем обусловленном периоде времени.

В расчетных алгоритмах суммы денежных потоков всех видов, приведенных выше, стоимость актива предусматривается к полному списанию в конце срока его использования. Если после предусмотренного срока использования актива, взятого в аренду на условиях финансового, лизинга или приобретенного в собственность, он имеет ликвидационную стоимость, прогнозируемая ее сумма вы- ; читается из денежного потока. Расчет этой вычитаемой суммы ликвидационной стоимости осуществляется по следующей формуле:

Дополнительный денежный поток за счет реализации актива по ликвидационной стоимости (после предусмотренного срока его использования), приведенный к настоящей стоимости = Прогнозируемая ликвидационная стоимость актива (после предусмотренного срока его использования) / (1 + Среднегодовая ставка ссудного процента на рынке капитала (средняя ставка процента по долгосрочному кредиту), выраженная десятичной дробью) количество интервалов, по которым осуществляется расчет процентных платежей, в общем обусловленном периоде времени

5. Организация контроля за своевременным осуществлением лизинговых платежей.

Лизинговые платежи в соответствии с графиком их осуществления включаются в разрабатываемый предприятием платежный календарь и контролируются в процессе мониторинга его финансовой деятельности.

В процессе управления финансовым лизингом следует учесть, что многие правовые

нормы его регулирования в нашей стране еще не установлены или разработаны недостаточно. В этих условиях следует ориентироваться на международные стандарты осуществления лизинговых операций с соответствующей их адаптацией к экономическим условиям нашей страны.

## Управление облигационным займом

Одним из источников привлечения заемных финансовых ресурсов является эмиссия предприятием собственных облигаций. К этому источнику формирования заемного капитала могут в соответствии с нашим законодательством прибегать предприятия, созданные в форме акционерных и других видов хозяйственных обществ.

Акционерные общества могут выпускать облигации только после того, как полностью оплачены выпущенные акции.

Решение о выпуске облигаций предприятие принимает самостоятельно. Средства от размещения облигаций направляются предприятием, как правило, на цели финансирования своего стратегического развития.

Как кредитный инструмент облигационный займ имеет определенные преимущества и недостатки.

Привлечение заемных финансовых ресурсов путем выпуска облигаций имеет следующие основные преимущества:

а) эмиссия облигации не ведет к утрате контроля над управлением предприятием (как, например, в случае выпуска акций);

б) облигации могут быть выпущены при относительно невысоких финансовых обязательствах по процентам (в сравнении со ставками процента за банковский кредит или дивидендами по акциям), так как они обеспечиваются имуществом предприятия и имеют приоритет в удовлетворении претензий по ним в случае банкротства предприятия;

в) облигации имеют большую возможность распространения, чем акции предприятия, в силу меньшего уровня их риска для инвесторов.

Вместе с тем, этот источник привлечения заемных финансовых ресурсов имеет и ряд недостатков:

а) облигации не могут быть выпущены для формирования уставного фонда и покрытия убытков (в то время как банковский или коммерческий кредит могут быть использованы для преодоления негативных последствий финансовой деятельности предприятия);

б) эмиссия облигаций связана с существенными затратами финансовых средств и требует продолжительного времени (предприятие должно подготовить специальный документ, называемый индентурой, в котором излагаются права и привилегии владельцев облигации; отпечатать бланки с достаточно высокой степенью их защиты; зарегистрировать их выпуск; решить вопросы андеррайтинга и т.п.). В связи с высоким уровнем расходов по выпуску и размещению облигаций, их эмиссия оправдана лишь на большую сумму, что могут себе позволить только крупные предприятия;

в) уровень финансовой ответственности предприятия за своевременную выплату процентов и суммы основного долга (при погашении облигаций) очень высок, так как взыскание этих сумм при существенной просрочке платежей реализуется через механизм банкротства;

г) после выпуска облигаций вследствие изменения конъюнктуры финансового рынка средняя ставка ссудного процента может стать значительно ниже, чем установленный процент выплат по облигации; в этом случае дополнительный доход получит не предприятие, а инвесторы. Предприятие же в этом случае будет нести повышенные (в сравнении со среднерыночными) расходы по обслуживанию своего долга. Эмитируемые предприятием облигации могут иметь различные виды.

Классификация облигаций предприятия по основным признакам приведена на рис. 9.9.

ВИДЫ ОБЛИГАЦИИ ПРЕДПРИЯТИЯ
ПО ОСОБЕННОСТЯМ РЕГИСТРАЦИИ И ОБРАЩЕНИЯ
Именные облигации
Облигации на предъявителя
ПО ФОРМАМ ВЫПЛАТЫ ДОХОДОВ
Процентные облигации
Дисконтные облигации
ПО СРОКУ ПОГАШЕНИЯ
Краткосрочные (до 1 года)
Долгосрочные (свыше 1 года)
ПО ВОЗМОЖНОСТИ ДОСРОЧНОГО ВЫКУПА
Отзывные облигации
Безотзывные облигации

Рисунок 9.9. Классификация облигаций, эмитируемых предприятием, по основным признакам.

С учетом потребностей предприятия в заемном капитале и рассмотренной классификации облигаций строится процесс управления облигационным займом. Основной целью управления эмиссией облигаций предприятия является обеспечение привлечения необходимого объема заемных средств путем выпуска и размещения на первичном фондовом рынке ценных бумаг этого вида.

Управление облигационным займом строится на предприятии по следующим основным этапам (рис. 9.10).

ЭТАПЫ УПРАВЛЕНИЯ ОБЛИГАЦИОННЫМ ЗАЙМОМ
1. Исследование возможностей эффективного размещения предполагаемой эмиссии облигаций предприятия
2. Определение целей привлечения средств облигационного займа
3. Оценка собственного кредитного рейтинга
4. Определение объема эмиссии облигаций
5. Определение условий эмиссии облигаций
6. Определение стоимости облигационного займа
7. Определение эффективных форм андеррайтинга
8. Формирование фонда погашения облигаций

Рисунок 9.10. Основные этапы управления облигационным займом предприятия.

1. Исследование возможностей эффективного размещения предполагаемой эмиссии облигаций предприятия. Выбор облигационного займа в качестве альтернативного источника привлечения предприятием заемных средств может быть продиктован в первую очередь низкой стоимостью этого вида заемного капитала и условиями быстрого размещения предполагаемой эмиссии облигаций на фондовом рынке.

Оба эти условия связаны с состоянием конъюнктуры фондового рынка и уровнем инвестиционной привлекательности намечаемых к эмиссии облигаций. Поэтому прин-

ципиальное решение об эмиссии облигаций может быть принято лишь на основе всестороннего предварительного анализа конъюнктуры фондового рынка и оценки инвестиционной привлекательности своих облигаций.

- Анализ конъюнктуры фондового рынка, проводимый в этих целях, включает изучение состояния спроса и предложения по долговым ценным бумагам разных видов, характера обращения облигаций других предприятий, условий их эмиссии, динамики уровня цен их котировки, объемов продаж облигаций предприятий новых эмиссий и ряда других показателей. Результатом проведения такого анализа является выявление диапазона стоимости привлечения облигационного займа, определение уровня чувствительности реагирования фондового рынка на появление новой эмиссии облигаций предприятия и оценка потенциала поглощения рынком этой эмиссии.

- Оценка инвестиционной привлекательности своих облигаций проводится с позиций возможных условий их эмиссии и возможного их кредитного рейтинга на фондовом рынке. В процессе оценки определяются минимальные параметры условий эмиссии облигаций предприятия, обеспечивающие высокий уровень их инвестиционной привлекательности в сравнении с обращающимися на фондовом рынке долговыми ценными бумагами других эмитентов.

2. Определение целей привлечения средств облигационного займа. К облигационному займу предприятие прибегает, как правило, в целях финансирования своего стратегического развития при ограниченном доступе к другим альтернативным источникам привлечения долгосрочного заемного капитала. Основными из этих целей могут быть:

- региональная диверсификация операционной деятельности предприятия, обеспечивающая увеличение объема реализации продукции;
- реальное инвестирование (модернизация, реконструкция и т.п.), обеспечивающие быстрый возврат вложенного капитала за счет прироста чистого денежного потока;
- иные стратегические цели, требующие быстрой аккумуляции заемного капитала, привлечение которого из других источников затруднено.

3. Оценка собственного кредитного рейтинга. Потенциал размещения облигационного займа и его стоимость существенно зависят от кредитного рейтинга предприятия, определяющего реальный уровень его кредитоспособности с позиций возможного кредитного риска для инвесторов, уровень кредитного рейтинга предприятия (а соответственно и эмитируемой им облигации) формирует на фондовом рынке соответствующий размер "кредитного спреда", т.е. разницу в уровне доходности и ценах котировки между эмитируемой и так называемой "базисной облигацией" (в качестве базисной принимается обычно государственная облигация, эмитированная на аналогичный период). Высокий уровень кредитоспособности предприятия и его надежная репутация как заемщика позволяют свести к минимуму кредитный спред, который эмитент дополнительно платит за размещение облигационного займа. И наоборот — низкая кредитоспособность предприятия (а соответственно и низкий кредитный рейтинг его облигаций) определяет необходимость увеличения размера кредитного спреда для обеспечения реализации облигационного займа. Только в этом случае будет обеспечена инвестиционная привлекательность облигации для инвестора, доход которого формируется как совокупность доходности базисной облигации и кредитного спреда.

4. Определение объема эмиссии облигаций. При определении объема эмиссии облигаций следует исходить из ранее рассчитанной общей потребности предприятия в заемном капитале и возможностей его формирования из альтернативных источников. В процессе определения этого объема необходимо иметь в виду, что в соответствии с законодательными нормами предприятия могут выпускать облигации на сумму не более 25% от размера их уставного фонда. К 5. Определение условий эмиссии облигаций. Формирование условий эмиссии является наиболее сложным и ответственным этапом управления облигационным займом. Эти условия определяют уровень удовлетворения целей привлечения заемных средств, степень

инвестиционной привлекательности (а соответственно и реализуемости) облигаций предприятия на фондовом рынке, стоимость привлечения облигационного займа и т.п. К числу основных. Условий эмиссии облигаций относятся (рис. 9.11): Номинал облигации. Он определяется с учетом основных категорий предстоящих их покупателей — наибольшие номиналы облигаций ориентированы на их размещение среди институциональных инвесторов, а наименьшие — на их продажу населению.

ОСНОВНЫЕ УСЛОВИЯ ЭМИССИИ ОБЛИГАЦИИ
Номинал облигации
Вид облигации
Период обращения облигации
Другие специальные условия эмиссии облигации
Среднегодовой уровень доходности (ставки процента) облигации
Порядок выплаты процентного дохода
Порядок погашения облигации
Условия досрочного выкупа облигации

Рисунок 9.11. Характеристика основных условий эмиссии облигаций предприятия. С учетом объема эмиссии и номинала облигации устанавливается эмитируемое их количество.

Вид облигации. Определение вида облигации связано с целями привлечения облигационного займа (краткосрочные или долгосрочные облигации), а также с возможностями их размещения на фондовом рынке с учетом сложившихся требований к их инвестиционной привлекательности (облигации именные или на предъявителя; процентные или дисконтные облигации).

Период обращения облигации. Он конкретизирует срок обращения облигаций в рамках избранного их вида — краткосрочных или долгосрочных. Конкретный период эмиссии определяется целями привлечения заемного капитала из этого источника с учетом прогнозируемое условий экономического развития страны и конъюнктуры фондового рынка.

Среднегодовой уровень доходности облигации (среднегодовая ставка процента по ней). Этот показатель формируется исходя из конъюнктуры фондового рынка и оценки уровня собственной кредитоспособности. При формировании среднегодового уровня доходности облигации учитываются следующие основные факторы:

- средняя эффективная ставка процента по аналогичным кредитным инструментам;
- средний уровень доходности базовых облигаций аналогичного вида;
- размер кредитного спреда, определяемый уровнем кредитоспособности (кредитного рейтинга) предприятия;
- прогнозируемый темп инфляции;
- уровень спроса на аналогичные долговые фондовые инструменты;
- уровень ликвидности аналогичных долговых ценных бумаг на фондовом рынке.

Сформированный среднегодовой уровень доходности облигации позволяет предприятию определить конкретные размеры процента или дисконта по ней.

Порядок выплаты процентного дохода. Это условие эмиссии характеризует периодичность выплаты процентного дохода инвесторам (в соответствии с установленной среднегодовой ставкой доходности по облигации), а также адреса мест, даты начала и прекращения выплаты этого дохода. По дисконтным облигациям доход выплачивается при их погашении.

Порядок погашения облигации. Это условие определяет дату начала и прекращения погашения облигации, а также адреса мест, в которых осуществляется это

погашение.

Условия досрочного выкупа облигаций. Такие условия разрабатываются только по отзывным долгосрочным облигациям с большим периодом обращения и оформляются специальным Положением о досрочном их выкупе. Возможность досрочного выкупа облигаций позволяет предприятию управлять стоимостью облигационного займа в условиях нестабильной конъюнктуры финансового рынка, в первую очередь, при существенном снижении уровня ссудного процента. В этом случае оговорка условий досрочного выкупа облигаций позволяет приобрести их у инвестора по более низкой цене. Выкупная цена облигации устанавливается в процентах к их номинальной стоимости на каждый год общего периода их эмиссии — по этой цене они могут быть выкуплены предприятием при уведомлении инвесторов (как правило, за месяц).

Критерием экономической эффективности выкупа облигаций является превышение рыночной ее стоимости над установленной выкупной ценой.

Другие специальные условия эмиссии облигации. В составе этих условий могут быть предусмотрены льготы в ее приобретении персоналом предприятия; возможные преимущества владельцев облигаций в приобретении продукции предприятия; порядок замещения облигации при ее утере или уничтожении и т.п.

Совокупность всех условий эмиссии облигации должна быть отражена в эмиссионном проспекте (публикуемой информации об эмиссии), содержание которого регламентируется соответствующими правовыми нормами.

6. Оценка стоимости облигационного займа. Такая оценка проводится на основе условий эмиссии и включает такие элементы расчета, как среднегодовая ставка процента, ставка налога на прибыль, уровень эмиссионных затрат по отношению к объему эмиссии и другие. Алгоритм осуществления такого расчета подробно изложен в разделе 16.3. По результатам оценки стоимости облигационного займа определяется сравнительная эффективность привлечения заемного капитала из этого источника в сопоставлении с другими альтернативными источниками его привлечения.

7. Определение эффективных форм андеррайтинга. Если к размещению эмиссии облигации привлекаются андеррайтеры, предприятию необходимо определить их состав, согласовать с ними цены первоначальной продажи облигации и размеры их комиссионного вознаграждения, сформировать график поступления средств облигационного займа.

8. Формирование фонда погашения облигаций. Завершающим этапом управления облигационным займом является определение размера постоянных отчислений, которые предприятие должно осуществлять для формирования выкупного фонда к моменту их погашения. В этом случае используется формула расчета платежей в виде аннуитета, т.к. такие отчисления осуществляются в фиксированной сумме через равные промежутки времени в течение срока действия облигации. Формула аннуитетных платежей может быть использована и при обслуживании долга по облигации (с периодической выплатой суммы процента).

Отчисления в фонд погашения могут осуществляться как в денежной форме, так и выкупленными на фондовом рынке облигациями.

## Виды инвестиций предприятия задачи стратегического управления ими

Эффективная деятельность предприятий в долгосрочной перспективе, обеспечение высоких темпов их стратегического развития и повышения конкурентоспособности в условиях перехода к рыночной экономике в значительной мере определяется уровнем их инвестиционной активности и диапазоном инвестиционной деятельности. Комплекс вопросов, связанных с осуществлением инвестиционной деятельности



предприятия, требует достаточно глубоких знаний теории и практических навыков принятия управленческих решений в области обоснования инвестиционной политики, выбора наиболее эффективных ее направлений и форм, разработки целенаправленного портфеля реальных финансовых инвестиций.

Инвестиции предприятия представляют собой вложение капитала во всех его формах в различные объекты (инструменты) его хозяйственной деятельности с целью обеспечения роста его рыночной стоимости, а также достижения иного экономического или внеэкономического эффекта.

Как объект стратегического управления инвестиции предприятия классифицируются следующим образом (рис. 10.1).

Рассмотрим более подробно отдельные виды инвестиций предприятия в соответствии с приведенной их классификацией по основным признакам.

По объектам вложения капитала разделяют реальные и финансовые инвестиции предприятия.

Реальные (или капиталобразующие) инвестиции характеризуют вложения капитала в воспроизводство основных средств, в инновационные нематериальные активы (инновационные инвестиции), в прирост запасов товарно-материальных ценностей и другие объекты инвестирования, связанные с осуществлением операционной деятельности предприятия или улучшением условий труда и быта персонала.

Финансовые инвестиции характеризуют вложения капитала в различные финансовые инструменты инвестирования, главным образом в ценные бумаги, с целью получения дохода.

По характеру участия в инвестиционном процессе выделяют прямые и непрямые инвестиции.

Прямые инвестиции подразумевают прямое участие инвестора в выборе объектов инвестирования и вложении капитала. Обычно прямые инвестиции осуществляются путем непосредственного вложения капитала в уставные фонды других предприятий. Прямое инвестирование осуществляют в основном подготовленные инвесторы, имеющие достаточно точную информацию об объекте инвестирования и хорошо знакомые с механизмом инвестирования.

Непрямые инвестиции характеризуют вложения капитала инвестора, опосредованное другими лицами (финансовыми посредниками).

По воспроизводственной направленности выделяют валовые, реновационные и чистые инвестиции.

Валовые инвестиции характеризуют общий объем капитала, инвестируемого в воспроизводство основных средств и нематериальных активов в определенном периоде. В экономической теории понятие валовых инвестиций связывается, как правило, с вложением капитала в реальный сектор экономики.

КЛАССИФИКАЦИЯ ИНВЕСТИЦИИ ПРЕДПРИЯТИЯ	
По объектам вложения капитала	Реальные инвестиции Финансовые инвестиции
По характеру участия в инвестиционном процессе	Прямые инвестиции Непрямые инвестиции
По воспроизводственной направленности	Валовые инвестиции Реновационные инвестиции Чистые инвестиции
По степени зависимости от доходов	Производные инвестиции Автономные инвестиции
По отношению к предприятию-инвестору	Внутренние инвестиции Внешние инвестиции
По периоду осуществления	Краткосрочные инвестиции Долгосрочные инвестиции
По совместимости осуществления	Независимые инвестиции Взаимозависимые инвестиции Взаимоисключающие инвестиции
По уровню доходности	Высокодоходные инвестиции Среднедоходные инвестиции Низкодоходные инвестиции Бездоходные инвестиции
По уровню инвестиционного риска	Безрисковые инвестиции Низкорисковые инвестиции Среднерисковые инвестиции Высокорисковые инвестиции
По уровню ликвидности	Высоколиквидные инвестиции Среднеликвидные инвестиции Низколиквидные инвестиции
	Неликвидные инвестиции
По формам собственности инвестируемого капитала	Частные инвестиции Государственные инвестиции Смешанные инвестиции
По характеру использования капитала в инвестиционном процессе	Первичные инвестиции Реинвестиции Дезинвестиции
По региональным источникам привлечения капитала	Отечественные инвестиции Иностранные инвестиции
По региональной направленности инвестируемого капитала	Инвестиции на внутреннем рынке Инвестиции на международном рынке
По отраслевой направленности	Инвестиции в разрезе отраслей и сфер деятельности в соответствии с их классификатором

Рисунок 10.1. Классификация инвестиций предприятия по основным признакам.

На уровне предприятия под этим термином часто понимают общий объем инвестированного капитала в том или ином периоде.

Реновационные инвестиции характеризуют объем капитала, инвестируемого в простое воспроизводство основных средств и амортизируемых нематериальных активов. В количественном выражении реновационные инвестиции приравниваются обычно к сумме амортизационных отчислений в определенном периоде.

Чистые инвестиции характеризуют объем капитала, инвестируемого в расширенное воспроизводство основных средств и нематериальных активов. В экономической теории под этим термином понимается чистое капиталообразование в реальном секторе экономики. В количественном выражении чистые инвестиции представляют собой сумму валовых инвестиций, уменьшенную на сумму амортизационных отчислений по всем видам амортизируемых капитальных активов предприятия в определенном периоде.

По степени зависимости от доходов разделяют производные и автономные инвестиции.

Производные инвестиции прямо коррелируют с динамикой объема чистого дохода (прибыли) через механизм его распределения на потребление и сбережение.

Автономные инвестиции характеризуют вложение капитала, инициированное действием факторов, не связанных с формированием и распределением чистого дохода (прибыли), например, технологическим прогрессом, необходимостью осуществления природоохранных мероприятий и других.

По отношению к предприятию инвестору выделяют внутренние и внешние инвестиции.

Внутренние инвестиции характеризуют вложение капитала в развитие операционных активов самого предприятия- инвестора.

Внешние инвестиции представляют собой вложение капитала в реальные активы других предприятий или в финансовые инструменты инвестирования, эмитируемые другими субъектами хозяйствования.

По периоду осуществления выделяют краткосрочные и долгосрочные инвестиции предприятия.

Краткосрочные инвестиции характеризуют вложения капитала на период до одного года. Основу краткосрочных инвестиций предприятия составляют его краткосрочные финансовые вложения.

Долгосрочные инвестиции характеризуют вложения капитала на период более одного года. Основной формой долгосрочных инвестиций предприятия являются его капитальные вложения в воспроизводство основных средств.

По совместимости осуществления различают инвестиции независимые, взаимозависимые и взаимоисключающие.

Независимые инвестиции характеризуют вложения капитала в такие объекты инвестирования (инвестиционные проекты, финансовые инструменты), которые могут быть реализованы как автономные (независящие от других объектов инвестирования и не исключаяющие их) в общей инвестиционной программе (инвестиционном портфеле) предприятия.

Взаимозависимые инвестиции характеризуют вложения капитала в такие объекты инвестирования, очередность реализации или последующая эксплуатация которых зависит от других объектов инвестирования и может осуществляться лишь в комплексе с ними.

Взаимоисключающие инвестиции носят, как правило, аналоговый характер по целям их осуществления, характеру технологии, номенклатуре продукции и другим основным параметрам и требуют альтернативного выбора.

По уровню доходности выделяют следующие виды инвестиций:

Высокодоходные инвестиции. Они характеризуют вложения капитала в инвестиционные проекты или финансовые инструменты, ожидаемый уровень чистой инвестиционной прибыли по которым существенно превышает среднюю норму этой

прибыли на инвестиционном рынке.

Среднедоходные инвестиции. Ожидаемый уровень чистой инвестиционной прибыли по инновационным проектам и финансовым инструментам инвестирования этой группы, примерно соответствует средней норме инвестиционной прибыли, сложившейся на инвестиционном рынке.

Низкодоходные инвестиции. По этой группе объектов инвестирования ожидаемый уровень чистой инвестиционной прибыли обычно значительно ниже средней нормы этой прибыли.

Бездоходные инвестиции. Они представляют группу объектов инвестирования, выбор и осуществление которых инвестор не связывает с получением инвестиционной прибыли. Такие инвестиции преследуют, как правило, цели получения социального, экологического и других видов внеэкономического эффекта.

По уровню инвестиционного риска выделяют следующие виды инвестиций:

Безрисковые инвестиции. Они характеризуют вложения средств в такие объекты инвестирования, по которым отсутствует реальный риск потери капитала или ожидаемого дохода и практически гарантировано получение расчетной реальной суммы чистой инвестиционной прибыли.

Низкорисковые инвестиции. Они характеризуют вложения капитала в объекты инвестирования, риск по которым значительно ниже среднерыночного.

Среднерисковые инвестиции. Уровень риска по объектам инвестирования этой группы примерно соответствует среднерыночному.

Высокорисковые инвестиции. Уровень риска по объектам инвестирования этой группы обычно существенно превышает среднерыночный. Особое место в этой группе занимают так называемые спекулятивные инвестиции, характеризующиеся вложением капитала в наиболее рискованные проекты или инструменты инвестирования, по которым ожидается наивысший уровень инвестиционного дохода.

По уровню ликвидности инвестиции предприятия подразделяются на следующие основные виды:

Высоколиквидные инвестиции. К ним относятся такие объекты (инструменты) инвестирования предприятия, которые быстро могут быть конверсированы в денежную форму (как правило, в срок до одного месяца) без ощутимых потерь своей текущей рыночной стоимости. Основным видом высоколиквидных инвестиций предприятия являются краткосрочные финансовые инвестиции.

Среднеликвидные инвестиции. Они характеризуют группу объектов (инструментов) инвестирования предприятия, которые могут быть конверсированы в денежную форму без ощутимых потерь своей текущей рыночной стоимости в срок от одного до шести месяцев.

Низколиквидные инвестиции. К ним относятся объекты (инструменты) инвестирования предприятия, которые могут быть конверсированы в денежную форму без потерь своей текущей рыночной стоимости по истечении значительного периода времени (от полугода и выше).

Основным видом низколиквидных инвестиций являются незавершенные инвестиционные проекты, реализованные инвестиционные проекты с устаревшей технологией, некотируемые на фондовом рынке акции отдельных малоизвестных предприятий.

Неликвидные инвестиции. Они характеризуют такие виды инвестиций предприятия, которые самостоятельно реализованы быть не могут (они могут быть проданы на инвестиционном рынке лишь в составе целостного имущественного комплекса).

По формам собственности инвестируемого капитала выделяют частные, государственные и смешанные инвестиции.

Частные инвестиции характеризуют вложения капитала физических лиц, а также юридических лиц негосударственных форм собственности.

Государственные инвестиции характеризуют вложения капитала государственных предприятий, а также средств государственного бюджета разных его уровней и государственных внебюджетных фондов.

Смешанные инвестиции предполагают вложения как частного, так и государственного капитала в объекты инвестирования предприятия.

По характеру использования капитала в инвестиционном процессе выделяют первичные инвестиции, реинвестиции и дезинвестиции.

Первичные инвестиции характеризуют использование вновь сформированного для инвестиционных целей капитала за счет как собственных, так и заемных финансовых ресурсов.

Реинвестиции представляют собой повторное использование капитала в инвестиционных целях при условии предварительного его высвобождения в процессе реализации ранее выбранных инвестиционных проектов, инвестиционных товаров или финансовых инструментов инвестирования.

Дезинвестиции представляют собой процесс изъятия ранее инвестированного капитала из инвестиционного оборота без последующего его использования в инвестиционных целях (например, для покрытия убытков предприятия). Их можно охарактеризовать как отрицательные инвестиции предприятия.

По региональным источникам привлечения капитала выделяют отечественные и иностранные инвестиции.

Отечественные инвестиции характеризуют вложения национального капитала (домашних хозяйств, предприятий или государственных органов) в разнообразные объекты инвестирования резидентами данной страны.

Иностранные инвестиции характеризуют вложения капитала нерезидентами (юридическими или физическими лицами) в объекты (инструменты) инвестирования данной страны.

По региональной направленности инвестируемого капитала различают инвестиции на внутреннем и международном рынках.

Инвестиции на внутреннем рынке характеризуют вложения капитала как резидентов, так и нерезидентов на территории данной страны.

Инвестиции на международном рынке (или международные инвестиции) характеризуют вложения капитала резидентов данной страны за пределами внутреннего ее рынка.

По отраслевой направленности инвестиции разделяются в разрезе отдельных отраслей и сфер деятельности в соответствии с их классификатором. Такая форма классификации инвестиций связана с государственным регулированием инвестиционного процесса в масштабах страны, а также оценкой инвестиционной привлекательности отдельных отраслей (сфер деятельности) в процессе реального и финансового инвестирования предприятия.

Несмотря на довольно значительный перечень рассмотренных классификационных признаков, он тем не менее не исчерпывает всего многообразия видов инвестиций предприятия, используемых в научной терминологии и практике инвестиционного менеджмента. Ряд из этих терминов будут дополнительно рассмотрены в процессе изложения конкретных вопросов управления инвестициями предприятия.

С учетом изложенной классификации строится процесс стратегического управления инвестициями предприятия.

Стратегическое управление инвестициями представляет собой систему принципов и методов разработки и реализации управленческих решений, связанных с осуществлением различных аспектов инвестиционной деятельности предприя.

Оно органически входит в общую систему стратегического финансового менеджмента, являясь одной из основных функциональных его подсистем, обеспечивающей реализацию преимущественно долгосрочных финансовых решений.

Главную цель финансовой стратегии предприятия — обеспечение максимизации благосостояния собственников предприятия путем формирования эффективных направлений роста его рыночной стоимости — стратегическое управление инвестициями реализует наиболее активным способом и в наиболее широком диапазоне параметров. Основными направлениями обеспечения роста рыночной стоимости предприятия в результате осуществления эффективной инвестиционной

деятельности в стратегическом периоде являются (рис. 10.2):

- **Возрастание суммы чистой прибыли предприятия.** Одним из основных результатов эффективной инвестиционной деятельности предприятия является возрастание эффекта его хозяйственной деятельности, выражаемого приростом суммы чистой прибыли. В процессе реального инвестирования этот эффект достигается за счет роста операционной прибыли предприятия от реализации его продукции, а в процессе финансового инвестирования — за счет доходности портфеля финансовых инструментов. Рост прибыльности предприятия в результате инвестиционной деятельности является важнейшим направлением повышения его рыночной стоимости.
- **Прирост собственного капитала предприятия.** За счет инвестиционных факторов роста чистой прибыли предприятие получает возможность капитализировать будущую ее сумму даже не изменяя своей дивидендной политики (политики распределения чистой прибыли). Это обеспечивает рост чистых активов предприятия за счет внутренних его резервов, что автоматически повышает его рыночную стоимость (курсовую стоимость его акций).
- **Обеспечение эффекта синергизма.** Основные направления инвестиционной деятельности предприятия направлены на диверсификацию его продукции, разнообразные формы отраслевой диверсификации, развитие специализированной его инфраструктуры и другие ее формы, обеспечивающие эффект синергизма. Формирование такого эффекта существенно влияет на рост рыночной стоимости предприятия.



Рисунок 10.2. Влияние основных результатов инвестиционной стратегии предприятия на возрастание его рыночной стоимости

- **Повышение имиджа предприятия.** Активная инвестиционная деятельность формирует представление о предприятии как успешно развивающемся хозяйствующем субъекте, что позволяет ему расширять круг своих коммерческих связей, обеспечивать формирование финансовой гибкости и т.п. Дополнительный имидж предприятию может принести ему и инвестиционная деятельность, обеспечивающая экологическую безопасность, связанная с участием в социальных программах, привлекающая к участию иностранных партнеров. Это также способствует росту рыночной стоимости предприятия.

В процессе реализации своей цели инвестиционная стратегия предприятия направлена на решение следующих основных задач (рис. 10.3).

1. Обеспечение достаточной инвестиционной поддержки высоких темпов развития операционной деятельности предприятия. Эта задача реализуется путем



определения потребности в объемах инвестирования для решения стратегических целей развития операционной деятельности предприятия на отдельных его этапах; обеспечения высоких темпов расширенного воспроизводства внеоборотных операционных активов; формирования эффективной и сбалансированной инвестиционной программы предприятия на предстоящий период.

2. Обеспечение максимальной доходности (прибыльности) отдельных реальных и финансовых инвестиций и инвестиционной деятельности предприятия в целом при предусматриваемом уровне инвестиционного риска. Максимизация доходности инвестиций достигается за счет выбора предприятием наиболее эффективных (по показателю чистой инвестиционной прибыли) инвестиционных проектов и финансовых инструментов инвестирования. Решая эту задачу, необходимо иметь в виду, что максимизация уровня Доходности (чистой инвестиционной прибыли) достигается, как правило, при существенном возрастании уровня инвестиционных рисков, так как между этими двумя показателями существует прямая связь. Поэтому максимизация Уровня доходности (прибыльности) инвестиций должна обеспечиваться в пределах допустимого инвестиционного риска, конкретный уровень которого устанавливается собственниками и/или менеджерами предприятия с учетом менталитета их инвестиционного поведения (отношения к степени риска при осуществлении инвестиционной деятельности).

ЗАДАЧИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТРАТЕГИИ ПРЕДПРИЯТИЯ
1. Обеспечение достаточной инвестиционной поддержки высоких темпов развития операционной деятельности
2. Обеспечение максимальной доходности (прибыльности) отдельных реальных и финансовых инвестиций и инвестиционной деятельности предприятия в целом при предусматриваемом уровне инвестиционного риска
3. Обеспечение оптимальной ликвидности инвестиций и возможностей быстрого реинвестирования капитала при изменении внешних и внутренних условий осуществления инвестиционной деятельности
Обеспечение минимизации инвестиционного риска отдельных реальных и финансовых инвестиций и инвестиционной деятельности предприятия в целом при предусматриваемом уровне их доходности (прибыльности)
5. Поиск путей ускорения реализации действующей инвестиционной программы

Рисунок 10.3. Основные задачи управления инвестиционной стратегией предприятия.

3. Обеспечение минимизации инвестиционного риска отдельных реальных и финансовых инвестиций и инвестиционной деятельности предприятия в целом при предусматриваемом уровне их доходности (прибыльности).

Если уровень доходности (прибыльности) инвестиций задан или спланирован заранее, важной задачей является снижение уровня инвестиционного риска отдельных видов инвестиций и инвестиционной программы (инвестиционного портфеля) в целом, обеспечивающих достижение этой доходности (прибыльности). Такая минимизация уровня инвестиционного риска может быть обеспечена путем диверсификации инвестиционных проектов и финансовых инструментов инвестирования; избежания отдельных видов инвестиционных рисков и их передачи партнерам по инвестиционной деятельности; эффективных форм их внутреннего и внешнего страхования.

4. Обеспечение оптимальной ликвидности инвестиций и возможностей быстрого реинвестирования капитала при изменении внешних и внутренних условий осуществления инвестиционной деятельности. Меняющийся инвестиционный климат страны, изменения конъюнктуры инвестиционного рынка в целом или отдельных его сегментов, изменение стратегических целей развития или финансового потенциала предприятия могут привести к снижению ожидаемого уровня доходности (прибыльности) отдельных инвестиционных проектов и финансовых инструментов инвестирования. В связи с этим важную роль приобретает своевременное реинвестирование капитала в наиболее доходные (прибыльные) объекты

инвестирования, обеспечивающие необходимый уровень эффективности инвестиционной деятельности в целом. Важнейшим условием обеспечения возможностей такого реинвестирования капитала выступает оптимизация уровня ликвидности сформированной предприятием инвестиционной программы (инвестиционного портфеля) в разрезе составляющих ее инвестиционных Проектов (финансовых инструментов инвестирования). В данном случае речь идет об оптимизации, так как максимизация уровня ликвидности инвестиционной программы (портфеля), как правило, сопровождается снижением эффективности инвестиционной деятельности, а его минимизация приводит к снижению возможностей инвестиционного маневра и потере платежеспособности при нарушении финансового равновесия предприятия в процессе инвестирования.

5. Обеспечение формирования достаточного объема инвестиционных ресурсов в соответствии с прогнозируемыми объемами инвестиционной деятельности. Эта задача решается путем сбалансирования объема привлекаемых инвестиционных ресурсов во всех их формах (денежной, товарной, нематериальной) с прогнозируемыми объемами инвестиционной деятельности предприятия в сфере реального и финансового инвестирования. Важную роль в реализации этой задачи играет обоснование схем финансирования отдельных реальных проектов и оптимизация структуры источников привлечения капитала для осуществления инвестиционной деятельности предприятия в целом, а также разработка системы мероприятий по привлечению различных форм инвестируемого капитала из предусматриваемых источников.

6. Поиск путей ускорения реализации действующей инвестиционной программы предприятия. Намеченные к реализации инвестированные проекты, входящие в состав инвестиционной программы предприятия, должны выполняться как можно быстрее исходя из следующих мотивов: прежде всего, высокие темпы реализации каждого инвестиционного проекта способствуют ускорению экономического развития предприятия в целом; кроме того, чем быстрее реализован тот или иной инвестиционный проект, тем быстрее начинает формироваться дополнительный чистый денежный поток предприятия в виде чистой инвестиционной прибыли и амортизационных отчислений; ускорение реализации инвестиционной программы предприятия сокращает сроки использования кредитных ресурсов (в частности по тем инвестиционным проектам, которые финансируются с привлечением заемного капитала); наконец, быстрая реализация инвестиционных проектов, входящих в состав инвестиционной программы предприятия, способствует снижению уровня инвестиционных рисков, генерируемых изменением конъюнктуры инвестиционного рынка, ухудшением инвестиционного климата в стране, инфляцией и другими факторами.

7. Обеспечение финансового равновесия предприятия в процессе осуществления инвестиционной деятельности. Такое равновесие характеризуется высоким уровнем финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия на всех этапах его развития. Оно является одним из важнейших условий осуществления предприятием эффективной инвестиционной деятельности. Это связано со значительным отвлечением в процессе инвестирования финансовых ресурсов в больших размерах и, как правило, на длительный период.

Кроме того, денежные потоки по инвестиционной деятельности отличаются существенной неравномерностью. Поэтому, осуществляя инвестиционную деятельность во всех ее аспектах, предприятие должно заранее прогнозировать, какое влияние она окажет на уровень финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия, а также оптимизировать в этих целях структуру инвестируемого капитала и инвестиционные денежные потоки.

Все рассмотренные задачи инвестиционной стратегии предприятия теснейшим образом взаимосвязаны, хотя отдельные из них носят разнонаправленный характер (например, обеспечение максимизации доходности инвестиций при минимизации инвестиционного риска). Поэтому в процессе стратегического управления

инвестициями предприятия отдельные задачи должны быть оптимизированы между собой для эффективной реализации его главной цели. Ранжирование отдельных задач стратегического управления инвестициями осуществляется путем определения значимости (задания весов) каждой из них исходя из приоритетности с позиций развития предприятия и роста его рыночной стоимости.

## Содержание процесса стратегического управления инвестициями предприятия

Стратегическое управление инвестициями предприятия охватывает следующие основные этапы (рис. 10.4).

1. Анализ инвестиционной деятельности предприятия в предшествующем периоде. Основной целью такого анализа является всесторонняя оценка внутреннего инвестиционного потенциала предприятия и эффективности его инвестиционной деятельности.

На первой стадии анализа изучаются общий объем инвестиционной деятельности предприятия по отдельным этапам рассматриваемого периода, темпы динамики этого показателя в сопоставлении с темпами развития совокупной суммой операционных активов, собственного капитала и объема реализации продукции.

ЭТАПЫ СТРАТЕГИЧЕСКОГО УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЯМИ ПРЕДПРИЯТИЯ
1. Анализ инвестиционной деятельности предприятия в предшествующем периоде
2. Исследование и учет условий внешней инвестиционной среды и конъюнктуры инвестиционного рынка
3. Учет стратегических целей развития предприятия, обеспечиваемых его предстоящей инвестиционной деятельностью
4. Обоснование определяющего типа инвестиционной политики предприятия по целям вложения капитала с учетом рискованных предпочтений
5. Формирование инвестиционной политики предприятия по основным направлениям инвестирования
6. Формирование инвестиционной политики предприятия в отраслевом и региональном разрезе
7. Взаимосвязка основных направлений инвестиционной стратегии предприятия

Рисунок 10.3. Основные этапы стратегического управления инвестициями предприятия.

На второй стадии анализа исследуются соотношение отдельных направлений инвестиционной деятельности предприятия — объемов его реального и финансового инвестирования. Темпы динамики этих объемов инвестирования сопоставляются между собой, определяется удельный вес каждого из направлений инвестирования, исследуются их роль в развитии предприятия.

На третьей стадии анализа рассматривается уровень диверсификации инвестиционной деятельности предприятия в отраслевом и региональном разрезе, определяется степень соответствия этого уровня отраслевой и региональной политике развития операционной его деятельности.

На четвертой стадии анализа определяется эффективность инвестиционной

деятельности предприятия в рассматриваемом периоде. (этой целью используется система показателей рентабельности инвестиционной деятельности в целом, в том числе по направлениям инвестирования; производится сравнение этих показателей с рентабельностью активов и собственного капитала; рассматриваются показатели оборачиваемости инвестиционных ресурсов; методами факторного анализа устанавливается степень влияния отдельных показателей эффективности инвестиционной деятельности на рост рыночной стоимости предприятия.

2. Исследование и учет условий внешней инвестиционной среды и конъюнктуры инвестиционного рынка. В процессе такого исследования изучаются правовые условия инвестиционной деятельности в целом и в разрезе отдельных форм инвестирования ("инвестиционный климат"); анализируются текущая конъюнктура инвестиционного рынка и факторы ее определяющие; прогнозируется ближайшая конъюнктура инвестиционного рынка в разрезе отдельных его сегментов, связанных с деятельностью предприятия.

В процессе исследования конъюнктуры инвестиционного рынка следует учесть, что он состоит не только из отдельных видов финансового рынка, но также из отдельных видов рынка объектов реального инвестирования.

Исследование внешней инвестиционной среды и конъюнктуры инвестиционного рынка осуществляется методами стратегического, технического и фундаментального анализа.

3. Учет стратегических целей развития предприятия, обеспечиваемых его предстоящей инвестиционной деятельностью. Характер целей корпоративной и финансовой стратегий предприятия, требующих инвестиционной поддержки, следует рассматривать как систему стратегических Целей инвестиционной деятельности, которая должна быть отражена в его инвестиционной политике. При этом следует иметь в виду, что объективным фактором, определяющим направленность инвестиционной политики предприятия, выступает стадия жизненного цикла, в которой находится предприятие. Характер дифференциации целей инвестиционной стратегии предприятия в зависимости от Конкретных стадий его жизненного цикла может быть проиллюстрирован данными табл. 10.1.

Таблица 10.1 Дифференциация стратегических целей инвестиционной стратегии в зависимости от стадий жизненного цикла предприятия

Стадии жизненного цикла предприятия	Основные стратегические цели
1. "ДЕТСТВО"	<ul style="list-style-type: none"> <li>• обеспечение высоких темпов реального инвестирования,</li> <li>• обеспечение безубыточности инвестиционной деятельности,</li> </ul>
2. "ЮНОСТЬ"	<ul style="list-style-type: none"> <li>• расширение объемов реального инвестирования,</li> <li>• диверсификация направлений реального инвестирования,</li> <li>• обеспечение минимальной нормы текущей инвестиционной прибыли.</li> </ul>
3. "РАННЯЯ ЗРЕЛОСТЬ"	<ul style="list-style-type: none"> <li>• обеспечение выхода на "критическую массу инвестиций",</li> <li>• диверсификация форм реального инвестирования,</li> <li>• формирование портфеля финансовых инвестиций,</li> <li>• обеспечение необходимых темпов прироста инвестируемого капитала.</li> </ul>
4. "ОКОНЧАТЕЛЬНАЯ ЗРЕЛОСТЬ"	<ul style="list-style-type: none"> <li>• поддержание "критической массы инвестиций",</li> <li>• обширная диверсификация форм реального и финансового инвестирования,</li> <li>• обеспечение средней нормы инвестиционного дохода</li> <li>• развитие реальных инвестиций, преследующих внеэкономические цели.</li> </ul>

5. "СТАРЕНИЕ"	<ul style="list-style-type: none"> <li>• обеспечение своевременной реновации амортизируемых активов,</li> <li>• "сжатие" портфеля финансовых инвестиций с целью повышения уровня его доходности,</li> <li>• дезинвестирование капитала из низкорентабельных инвестиционных объектов с обеспечением минимальных его потерь,</li> <li>• реинвестирование капитала с целью поддержания необходимого объема операционной деятельности.</li> </ul>
---------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

4. Обоснование определяющего типа инвестиционной политики по целям вложения капитала с учетом рискованных предпочтений. На этом этапе формирования

инвестиционной стратегии предприятия определяется целевая функция его инвестиционной деятельности по критерию соотношения уровня ее доходности и риска. Такой критерий базируется на общей философии финансового управления предприятием, входящей в состав его стратегического набора.

В теории стратегического финансового менеджмента выделяют обычно три типа инвестиционной политики предприятия по критерию рискованных предпочтений инвестора — консервативную, умеренную и агрессивную.

Консервативная инвестиционная политика направлена на минимизацию инвестиционного риска как приоритетной цели. При осуществлении этой политики инвестор не стремится ни к максимизации размера текущего дохода от инвестиций, ни к максимизации прироста капитала (и соответственно к максимизации рыночной стоимости предприятия), а заботится лишь о безопасности вложений капитала.

Формой реализации такой политики является формирование консервативной инвестиционной программы (консервативного инвестиционного портфеля).

Умеренная (компромиссная) инвестиционная политика направлена на выбор таких объектов инвестирования, по которым уровень текущей доходности, темпы роста капитала и уровень риска в наибольшей степени приближены к среднерыночным. При реализации этой политики предприятие не стремится к максимизации своего инвестиционного дохода и избегает вложений капитала в высокорисковые объекты инвестирования, одновременно отвергая низкодоходные инвестиционные проекты и финансовые инструменты инвестирования. Формой реализации такой политики является создание умеренной инвестиционной программы (умеренного инвестиционного портфеля).

Агрессивная инвестиционная политика направлена на максимизацию текущего дохода от вложений капитала в ближайшем периоде. При осуществлении этой политики оценке и учету уровня инвестиционного риска и возможностям роста рыночной стоимости предприятия в отдаленной перспективе отводится вспомогательная роль. Соответственно, при такой инвестиционной политике предприятие избегает вложений капитала в реальные проекты с большим инвестиционным циклом, в акции с низким уровнем дивидендов, в облигации с отдаленным периодом погашения и т. п.

Такая политика реализуется путем формирования агрессивной инвестиционной программы (агрессивного инвестиционного портфеля).

Выбор конкретного типа инвестиционной политики предприятия по целям вложения капитала с учетом рискованных предпочтений его собственников и менеджеров осуществляется с учетом следующих факторов:

- финансовой философии предприятия;
- избранного типа корпоративной и финансовой стратегии предприятия;
- наличием необходимого выбора на инвестиционном рынке соответствующих реальных инвестиционных проектов и финансовых инструментов инвестирования;
- финансового состояния предприятия.

5. Формирование инвестиционной политики предприятия по основным направлениям инвестирования. На этом этапе формирования инвестиционной стратегии предприятия определяется соотношение объемов реального и финансового инвестирования в процессе предстоящей его инвестиционной деятельности.

Особенности этого этапа стратегического управления инвестициями предприятия подробно рассматриваются в следующем разделе.

6. Формирование инвестиционной политики предприятия в отраслевом и региональном разрезе служит основой распределения инвестиционных ресурсов в разрезе его стратегических центров хозяйствования. В основе этого формирования лежит оценка инвестиционной привлекательности отдельных отраслей и регионов страны. Подробно эти вопросы излагаются в специальном разделе.

7. Взаимоувязка основных направлений инвестиционной стратегии предприятия. В процессе этого этапа обеспечивается согласованность отдельных направлений инвестиционной стратегии предприятия по объемам, срокам реализации и другим



параметрам.

При больших объемах инвестиционной деятельности предприятия его инвестиционная стратегия дифференцируется в разрезе реального и финансового инвестирования.

## Формирование политики предприятия по основным направлениям инвестирования

Мотивация альтернативного осуществления реальных или финансовых инвестиций предприятием, определяющая характер формирования соответствующей его политики, характеризуется наиболее сложным механизмом, т.к. связана с действием многообразных экономических и внеэкономических (институциональных) факторов. Важнейшим экономическим критерием, определяющим альтернативность выбора предприятием реальных или финансовых инвестиций в процессе своей инвестиционной деятельности, выступает уровень ожидаемой чистой инвестиционной прибыли. На формирование этого показателя в процессе реального и финансового инвестирования ставка процента оказывает противоположное влияние. Еще классическая инвестиционная теория сделала вывод о том, что изменение реальной процентной ставки влияет на размер чистой инвестиционной прибыли по реальным проектам, т.к. с ростом реальной процентной ставки дисконтированная стоимость капитальных активов, формируемых за счет инвестиций, снижается. Таким образом, мотивация вложения капитала в реальные капитальные активы с увеличением ставки процента на финансовом рынке существенно снижается — в силу этого в данных обстоятельствах при прочих неизменных условиях предприятие снижает объемы реального инвестирования. И наоборот, если ставка процента проявляет тенденцию к снижению, дисконтированная стоимость будущих капитальных активов, формируемых за счет реальных инвестиций, будет расти, что повысит мотивацию увеличения объемов реального инвестирования предприятия. В то же время рост реальной ставки процента способствует возрастанию чистой инвестиционной прибыли в финансовом инвестировании предприятия (прежде всего, по таким финансовым инструментам инвестирования, которые характеризуются как "долговые" — депозитные вклады, облигации, вексели и т.п.). Соответственно, снижение реальной ставки процента будет вызывать уменьшение Уровня чистой прибыли предприятия в процессе финансового инвестирования. При условии неизменности ставки процента объемы реального и финансового инвестирования предприятия в значительной степени определяются прогнозируемым уровнем деловой активности (состоянием конъюнктуры) товарного и финансового рынков. Если предприятие ожидает, что в силу ухудшения конъюнктуры в сегменте товарного рынка, на котором оно реализует свою продукцию, ожидаемая операционная (а соответственно и будущая от реальных инвестиций) прибыль снизится, оно сократит объемы текущего реального инвестирования и наоборот. Соответствующий механизм мотивации осуществления финансовых инвестиций связан с динамикой конъюнктуры финансового рынка. Важным фактором мотивации осуществления реальных инвестиций выступает интенсивность амортизационных потоков предприятия. Это связано с реализацией важнейшей целевой функции реальных инвестиций — обеспечением воспроизводства амортизируемых основных средств и нематериальных активов (в рамках простого их воспроизводства). Чем интенсивней амортизационный поток предприятия в силу состава внеоборотных активов, использования ускоренной их амортизации и т.п., тем больший объем капитала должен инвестироваться (реинвестироваться) в реальные материальные и нематериальные капитальные активы для поддержания достигнутого производственного потенциала предприятия. В этих условиях реальное инвестирование приобретает приоритет перед

инвестированием финансовым. Активизацию финансового инвестирования вызывает отсутствие у предприятия эффективных реальных инвестиционных проектов, требующих неотложной реализации. В этом случае излишний запас ликвидности (сформированных на предшествующих стадиях сбережений) вовлекается в инвестиционный процесс с целью эффективного использования путем вложений в разнообразные финансовые инструменты инвестирования. Определенную роль в альтернативности выбора предприятием реальных или финансовых инвестиций играют и различные институциональные факторы — экологические (обязательность ряда природозащитных инвестиций), социальные (необходимость вложений капитала в социальное развитие персонала), имиджевые (связанные с соображениями престижности) и т.п. С учетом рассмотренного мотивационного механизма оптимизацию соотношения объемов реального и финансового инвестирования в процессе разработки соответствующей политики предприятия рекомендуется осуществлять на основе следующих факторов (рис. 10.5).

ФАКТОРЫ, ОПРЕДЕЛЯЮЩИЕ СООТНОШЕНИЕ НАПРАВЛЕНИЙ ИНВЕСТИРОВАНИЯ
1. Функциональная направленность деятельности предприятия
2. Стадия жизненного цикла предприятия
3. Размер предприятия
4. Характер стратегических изменений операционной деятельности
5. Прогнозируемая ставка процента на финансовом рынке
6. Прогнозируемый темп инфляции

Рисунок 10.5. Система основных факторов, определяющих соотношение направлений инвестирования предприятия.

- Функциональная направленность деятельности предприятия существенным образом влияет на соотношение направлений реального и финансового инвестирования. Предприятия — институциональные инвесторы осуществляют свою инвестиционную деятельность преимущественно на рынке ценных бумаг. Следовательно, основным направлением их долгосрочной инвестиционной деятельности будет являться инвестирование в акции, облигации, сберегательные сертификаты и другие фондовые инструменты. Удельный вес реального инвестирования у таких предприятий может колебаться лишь в пределах, разрешенных законодательством для каждой из этих групп инвесторов. В то же время у предприятий осуществляющих производственную деятельность, преимущественным направлением инвестирования будут реальные вложения (в форме капитальных вложений, покупки объектов приватизации и т.п.). Именно это направление инвестирования позволяет таким предприятиям развиваться наиболее высокими темпами, осваивать новые виды продукции, проникать на новые товарные и региональные рынки. Финансовые инвестиции таких предприятий связаны, как правило, с краткосрочными вложениями временно свободных денежных средств или осуществляются с целью установления контроля (влияния) за деятельностью отдельных фирм (предприятий-партнеров; предприятий-конкурентов и т.п.).
- Стадия жизненного цикла предприятия определяет потребности и возможности осуществления различных направлений инвестирования. Так, на стадиях "детства" и "юности" подавляющая доля осуществляемых предприятием инвестиций носит реальную форму; на стадии "ранней зрелости" это направление инвестиций также преобладает; лишь на стадии "окончательной зрелости" предприятия могут позволить

себе существенное расширение удельного веса финансовых инвестиций.

- Размеры предприятия влияют на соотношение направлений реального и финансового инвестирования опосредованно через возможный объем формирования инвестиционных ресурсов. У небольших и средних предприятий, свободный доступ которых к заемным финансовым ресурсам ограничен, имеются определенные сложности в формировании "критической массы инвестиций", обеспечивающей рентабельное развитие операционной деятельности. В связи с этим, инвестиционная деятельность небольших и средних производственных предприятий сконцентрирована преимущественно на реальном инвестировании, т.к. для осуществления финансовых инвестиций у них отсутствуют соответствующие ресурсы. В то же время у крупных предприятий уровень финансовой гибкости (доступ к внешним источникам финансирования) более высокий, что дает им возможность осуществлять финансовое инвестирование в более широких масштабах.

- Характер стратегических изменений операционной деятельности определяет различную цикличность формирования и использования инвестиционных ресурсов, а соответственно и формы их задействования в инвестиционном процессе. В современной литературе выделяется две принципиальные характеристики стратегических изменений операционной деятельности предприятия — постепенные и прерывистые изменения.

Постепенные стратегические изменения характеризуются внутренней логикой динамики операционной деятельности и связаны с относительно незначительными объемами ее наращивания в разрезе отдельных интервалов стратегического периода. Прерывистые стратегические изменения характеризуются существенными отклонениями объемов операционной деятельности от традиционного вектора роста и осуществляются скачкообразно.

При постепенных стратегических изменениях операционной деятельности формируемые предприятием инвестиционные ресурсы потребляются, как правило, в рамках каждого из интервалов стратегического периода на нужды реального инвестирования. В этих условиях финансовое инвестирование носит краткосрочный характер использования временно свободных инвестиционных ресурсов и осуществляется в небольших объемах. При прерывистых стратегических изменениях операционной деятельности у предприятий накапливается довольно значительный объем временно не используемых инвестиционных ресурсов, который может быть задействован в процессе финансового инвестирования — как кратко-, так и долгосрочного.

- Прогнозируемая ставка процента на финансовом рынке оказывает влияние на соотношение направлений реального и финансового инвестирования предприятия через механизм формирования нормы чистой инвестиционной прибыли. В реальном инвестировании рост ставки процента вызывает соответствующее снижение нормы чистой инвестиционной прибыли, т.к. при прочих равных условиях увеличивает стоимость привлекаемых инвестиционных ресурсов. В финансовом инвестировании наблюдается противоположная тенденция — с ростом ставки процента норма чистой инвестиционной прибыли по большинству финансовых инструментов возрастает.

- Прогнозируемый темп инфляции оказывает влияние на соотношение направлений реального и финансового инвестирования предприятия в связи с различным уровнем противоинфляционной защищенности объектов (инструментов) инвестирования. Реальные инвестиции имеют высокий уровень противоинфляционной защиты, так как цены на объекты реального инвестирования возрастают обычно пропорционально темпу инфляции.

В то же время уровень противоинфляционной защиты большинства финансовых инструментов инвестирования очень слабый — в процессе инфляции обесценивается не только размер ожидаемой инвестиционной прибыли, но и стоимость самих инструментов инвестирования, подлежащих последующему погашению. Соответственно, прогнозируемый рост темпов инфляции будет вызывать повышение доли реального инвестирования, в то время как прогнозируемое сни-

жение темпов инфляции вызовет активизацию финансового инвестирования предприятия.

Альтернативность предстоящего выбора направлений реального и финансового инвестирования на отдельных этапах предстоящего периода может определяться социальными, экологическими, имиджевыми и другими институциональными факторами.

С учетом этих факторов в процессе формирования инвестиционной политики соотношение различных направлений инвестирования дифференцируется по отдельным интервалам предстоящего периода.

## Формирование инвестиционной политики предприятия в отраслевом и региональном разрезах

Разработка такой политики направлена на оптимизацию распределения инвестиционных ресурсов предприятия в разрезе отдельных его стратегических зон хозяйствования и стратегических хозяйственных единиц.

Определение отраслевой направленности инвестиционной деятельности является наиболее сложной задачей разработки инвестиционной политики. Она требует последовательного подхода к прогнозированию инвестиционной деятельности в увязке с общей корпоративной стратегией развития предприятия.

На первой стадии исследуется целесообразность отраслевой концентрации или диверсификации инвестиционной деятельности. Как правило начальные этапы деятельности предприятия связаны с концентрацией ее на одной отрасли, наиболее хорошо знакомой инвесторам.

Обзор западной практики показывает, что многие из наиболее удачливых инвесторов достигли высокого уровня благосостояния, используя стратегию концентрации, т.е. не выходя за рамки моноотраслевой деятельности. Особенно яркие примеры дает нам производство отдельных видов наукоемкой продукции (компьютерная техника, компьютерные программы и т.п.) или продукции, удовлетворяющей новые потребности обширного круга потребителей. В то же время следует отметить, что среди инвесторов, использующих эту стратегию, наблюдается наибольшее число банкротств. Это связано с тем, что концентрация связана с более высоким уровнем инвестиционных рисков, чем могут позволить себе многие инвесторы.

Стратегия отраслевой концентрации (если она несмотря на высокий уровень риска все же избирается инвестором), может быть использована лишь на первых трех стадиях жизненного цикла предприятия, т.к. при благоприятных обстоятельствах она может обеспечить наиболее высокие темпы производственного развития или увеличения капитала. На последующих стадиях жизненного цикла предприятия по мере удовлетворения потребности в продукции (товарах, услугах) основного контингента потребителей ей на смену должна прийти стратегия отраслевой диверсификации инвестиционной деятельности.

На второй стадии исследуется целесообразность различных форм отраслевой диверсификации инвестиционной деятельности в рамках определенной группы отраслей. Такими группами могут быть отрасли сельскохозяйственного производства, пищевой промышленности, транспорта и т.п. Такая отраслевая диверсификация позволяет инвестору более широко использовать накопленный опыт в сфере маркетинга, производственных технологий и т.п., а следовательно в большей мере предопределять эффективность инвестирования. Кроме того, использование отраслевой диверсификации даже в таких ограниченных рамках позволяет существенно снизить уровень инвестиционных рисков.

Диверсификация инвестиционной деятельности пред- Приятия в рамках

определенной группы отраслей связана с формированием "стратегических зон хозяйствования" (такое формирование осуществляется в процессе разработки общей стратегии экономического развития компании).

На стратегической зоне хозяйствования лежит полная ответственность за разработку ассортимента конкурентоспособной продукции, эффективной сбытовой стратегии, а также обеспечивающей их инвестиционной стратегии.

Вместе с тем, такая стратегия инвестиционной деятельности также не лишена определенных недостатков. Основной из них заключается в том, что смежные отрасли в рамках определенной их группы имеют, как правило, аналогичный во времени отраслевой жизненный цикл, что усиливает инвестиционный риск, особенно в традиционных отраслях экономики. Кроме того, продукция таких отраслей подвержена обычно влиянию одинаковых во времени конъюнктурных циклов, что в еще большей степени усиливает инвестиционный риск в отдельные неблагоприятные периоды. Поэтому использование стратегии диверсификации инвестиционной деятельности в рамках определенной группы отраслей эффективно лишь при благоприятном прогнозе конъюнктуры соответствующих товарных рынков.

На третьей стадии исследуется целесообразность различных форм диверсификации инвестиционной деятельности в разрезе различных не связанных между собой групп отраслей. Необходимость использования такой стратегии определяется тем, что для многих крупных и средних компаний, осуществляющих свою деятельность на протяжении длительного периода, традиционно избранные отрасли (отдельные или в рамках определенных групп), сдерживают темпы перспективного развития, получение высокой отдачи от инвестиций, а иногда предопределяют их стратегическую уязвимость в конкурентной борьбе. Обеспечить новые возможности развития для таких предприятий может инвестирование в иные альтернативные группы отраслей. Условием осуществления такой диверсификации инвестиционной деятельности является формирование так называемых "стратегических центров хозяйствования", в состав которого включаются несколько стратегических зон хозяйствования (система таких стратегических центров хозяйствования впервые была реализована в американской фирме "Дженерал электрик", что позволило ей значительно повысить эффективность инвестиционной и хозяйственной деятельности). Стратегический центр хозяйствования полностью формирует свою инвестиционную стратегию, которая является самостоятельным составным элементом инвестиционной политики компании.

За счет выбора отраслей с различными стадиями жизненного цикла и с различными во времени колебаниями конъюнктуры на их продукцию существенно снижается уровень инвестиционных рисков.

Диверсификация инвестиционной деятельности, осуществляемая в процессе второго и третьего этапов разработки отраслевой направленности инвестиционной политики, позволяет получить эффект синергизма, при котором общий эффект полиотраслевой деятельности предприятия значительно больше, чем эффект отдельных отраслевых его подразделений. Для получения эффекта синергизма в процессе отраслевой диверсификации инвестиционной деятельности предприятие может избрать наступательную инвестиционную стратегию, когда в качестве критерия поиска объектов инвестирования используются будущие преимущества отраслевого конгломерата, или защитную инвестиционную стратегию, когда поиск объектов инвестирования направлен на устранение слабостей отдельных отраслевых производств. С отраслевым выбором инвестиционной деятельности связано, таким образом, две принципиальные инвестиционные политики — конкурентная, которая направлена на обеспечение максимизации инвестиционной прибыли в рамках одной отрасли, и портфельная, которая позволяет максимизировать инвестиционную прибыль (при одновременном снижении уровня инвестиционного риска) за счет правильного сочетания подразделений межотраслевой направленности.

Отраслевая диверсификация инвестиционной политики осуществляется с учетом предварительной оценки прогнозируемого развития отдельных отраслей (или их

групп). Такая оценка производится по следующим основным элементам (рис. 10.6). Каждый из перечисленных элементов, которые рассматриваются как синтетические (агрегированные) результаты проведения оценки, включает в себя конкретные аналитические оценочные показатели, расчет которых основывается на соответствующих статистических данных и экспертных оценках.

ОСНОВНЫЕ ЭЛЕМЕНТЫ ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ОТРАСЛЕЙ ЭКОНОМИКИ		
Оценка уровня перспективности развития отрасли	Оценка среднеотраслевой рентабельности деятельности предприятий	Оценка отраслевых инвестиционных рисков

Рисунок 10.6. Характеристика основных составных элементов оценки инвестиционной привлекательности отраслей экономики.

1. Уровень перспективности развития отрасли оценивается на основе следующих основных показателей и характеристик:

- значимость отрасли в экономике страны. Количественную оценку этого показателя составляют фактический и прогнозируемый удельный вес продукции отрасли в валовом внутреннем продукте страны с учетом осуществляемой структурной перестройки экономики;
- устойчивость отрасли к экономическому спаду. Уровень этой устойчивости определяется на основе анализа соотношения динамики объема отраслевого производства продукции и динамики валового внутреннего продукта страны;
- социальная значимость отрасли. Она характеризуется численностью занятых в отрасли работников, их удельным весом в общей численности занятого населения страны;
- обеспеченность развития отрасли собственными финансовыми ресурсами. Для такой оценки используются показатели объема и удельного веса капитальных вложений, осуществляемых за счет собственных финансовых ресурсов предприятий отрасли; удельный вес собственного капитала в общем используемом его объеме предприятиями отрасли и другие;
- степень государственной поддержки развития отрасли. Количественную оценку этого показателя составляют данные об объеме государственных капитальных вложений в отрасль; объеме льготного государственного кредитования предприятий отрасли; системе налоговых льгот, связанных с деятельностью предприятий отрасли и другие.

• стадия жизненного цикла отрасли. Такая оценка осуществляется только по тем отраслям (подотраслям) экономики, развитие которых осуществляется по отдельным стадиям жизненного цикла (отдельные отрасли и подотрасли, например, сельскохозяйственные, не носят характера циклического развития). В соответствии с концепцией жизненного цикла отрасли он состоит из следующих пяти стадий: рождение; рост; расширение; зрелость; старение.

2. Уровень среднеотраслевой рентабельности деятельности предприятий отрасли оценивается на основе следующих коэффициентов:

- коэффициент рентабельности активов. Он позволяет судить об уровне генерирования прибыли активами предприятий с учетом отраслевой специфики их деятельности;
- коэффициент рентабельности собственного капитала. Он является приоритетным в



рассматриваемой системе показателей данной группы, так как позволяет судить о среднеотраслевой норме прибыльности инвестиций;

- коэффициент рентабельности реализации продукции. Этот показатель дает представление о норме отраслевой прибыли в составе средних цен на ее продукцию;
- коэффициент рентабельности текущих затрат. Использование этого показателя дает представление о потенциальных возможностях формирования диапазона цен на продукцию с позиций сложившегося уровня затрат на ее производство и реализацию. Учитывая высокую вариабельность значений этих показателей в динамике, вызванную нестабильностью экономических условий развития предприятий на современном этапе, эти показатели рассчитываются и изучаются за ряд последних лет.

3. Уровень отраслевых инвестиционных рисков оценивается на основе следующих показателей:

- коэффициент вариации среднеотраслевого показателя рентабельности собственного капитала по отдельным годам анализируемого периода. Этот коэффициент является традиционным измерителем уровня финансового (инвестиционного) риска в динамике;
- коэффициент вариации показателей рентабельности в разрезе отдельных предприятий отрасли. Он характеризует внутриотраслевой диапазон колебаний уровня финансовых (инвестиционных) рисков;
- уровень конкуренции в отрасли. Количественно этот показатель характеризует число предприятий, функционирующих в данной отрасли (в сравнении с другими отраслями), а также число предприятий, занимающих монопольное положение на рынке (по критерию удельного веса реализации продукции).
- уровень инфляционной устойчивости цен на продукцию отрасли. Такую оценку можно получить путем соотнесения показателей динамики уровня цен на продукцию отрасли с динамикой индекса оптовых цен в целом по стране или индекса инфляции;
- уровень социальной напряженности в отрасли. В определенной степени об этом позволяет судить сравнение показателя среднего уровня заработной платы работников отрасли с реальным уровнем прожиточного минимума в стране. На основе оценки трех перечисленных элементов (синтетических оценочных характеристик) и их ранговой значимости в общей характеристике инвестиционной привлекательности рассчитываются интегральные показатели уровня инвестиционной привлекательности отдельных отраслей экономики. На первом этапе расчетов рассчитывается ранговая значимость отраслей по каждому элементу их оценки. В процессе такой оценки все аналитические показатели, используемые для характеристики отдельных элементов инвестиционной привлекательности отраслей, рассматриваются как равнозначные (при необходимости значимость каждого из аналитических показателей может быть дифференцирована на основе экспертной оценки). Ранговая значимость отрасли по каждому элементу оценки определяется как средняя ранговая ее значимость по всем входящим в данный элемент аналитическим показателям.

На втором этапе расчетов на основе ранговой значимости отрасли по каждому элементу рассчитывается интегральный ранговый показатель оценки их инвестиционной привлекательности.

Учитывая, что отдельные элементы оценки играют разную роль в принятии инвестиционных решений, их значимость дифференцируется экспертным путем. В процессе проводимой автором оценки инвестиционной привлекательности отдельных отраслей экономики экспертным путем (на основе опроса инвестиционных менеджеров ряда инвестиционных компаний) установлена следующая значимость отдельных элементов при расчете интегрального рангового показателя:

- уровень перспективности развития отрасли — 20%;
- уровень среднеотраслевой рентабельности деятельности предприятий отрасли — 65%;
- уровень отраслевых инвестиционных рисков — 15%.

Естественно, приведенная значимость отдельных элементов оценки в определенной мере носит субъективный характер, так как зависит от состава и квалификации экспертов, периода проведения экспертного опроса и других факторов. В связи с этим, при проведении оценки инвестиционной привлекательности отраслей экономики в меняющихся экономических условиях приведенная значимость отдельных элементов требует уточнения. Расчет интегрального рангового показателя оценки инвестиционной привлекательности отраслей экономики осуществляется по формуле:

$$РИП_о = \sum_{i=1}^n РОЭ_i \times ЗЭО_i$$

где  $РИП_о$ —интегральный ранговый показатель инвестиционной привлекательности отрасли экономики;

$РОЭ_i$  — средний ранговый показатель по рассматриваемому элементу оценки отрасли;

$ЗЭО_i$  — значимость соответствующего элемента в общей оценке отрасли, выраженная десятичной дробью.

На третьем этапе расчетов на основе рассчитанных интегральных ранговых показателей оценки инвестиционной привлекательности отдельных отраслей проводится соответствующая их группировка. В процессе такой группировки устанавливаются:

- приоритетные отрасли по уровню инвестиционной привлекательности;
- отрасли с высоким уровнем инвестиционной привлекательности;
- отрасли со средним уровнем инвестиционной привлекательности;
- отрасли с низким уровнем инвестиционной привлекательности.

При использовании результатов оценки уровня инвестиционной привлекательности отраслей экономики в целях отраслевой диверсификации инвестиционного портфеля предприятия необходимо иметь в виду, что ряд показателей оценки имеет высокий уровень динамики. Поэтому с изменением экономических условий деятельности предприятий отдельных отраслей такая оценка должна пересматриваться (периодичность такого пересмотра составляет обычно два года).

Определение региональной направленности инвестиционной деятельности предприятия обуславливается двумя основными условиями.

Первым условием, определяющим необходимость такой разработки, является размер предприятия. Подавляющее большинство небольших фирм и значительная часть средних предприятий осуществляют свою деятельность в пределах одного региона по месту проживания инвесторов. Для таких фирм возможности региональной диверсификации инвестиционной деятельности (особенно в части реальных инвестиций) ограничены в силу недостаточного объема инвестиционных ресурсов и существенного усложнения управления инвестиционной и хозяйственной деятельностью. Принципиальная возможность региональной диверсификации возможна лишь при финансовых инвестициях, однако их объем у таких предприятий небольшой, поэтому инвестиционные решения могут приниматься не в рамках разрабатываемой политики, а при формировании инвестиционного портфеля (т.е. на стадии тактического управления инвестиционной деятельностью).

Вторым условием, определяющим необходимость такой разработки, является продолжительность функционирования предприятия. На первых стадиях его жизненного цикла хозяйственная и инвестиционная деятельность сосредотачивается, как правило, в рамках одного региона, и лишь по мере дальнейшего развития предприятия возникает потребность в региональной диверсификации инвестиционной деятельности.

Основой разработки региональной направленности инвестиционной деятельности

является оценка инвестиционной привлекательности отдельных регионов страны. Такая оценка осуществляется по следующим основным элементам (рис. 10.7).

ОСНОВНЫЕ ЭЛЕМЕНТЫ ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ РЕГИОНОВ СТРАНЫ
1. Оценка уровня общеэкономического развития региона
2. Оценка уровня инвестиционной инфраструктуры в регионе
3. Демографическая характеристика региона
4. Оценка уровня развития рыночных отношений и коммерческой инфраструктуры в регионе
5. Оценка степени безопасности инвестиционной деятельности в регионе

Рисунок 10.7. Характеристика основных составных элементов оценки инвестиционной привлекательности регионов страны.

Так же, как и в предыдущем варианте методики, каждый из перечисленных элементов (рассматриваемый как синтетический результат ценки) основывается на расчете и изучении конкретных аналитических показателей.

1. Уровень общеэкономического развития региона оценивается на основе следующих аналитических показателей:

- удельный вес региона в валовом внутреннем продукте и национальном доходе страны;
- объем произведенной промышленной и сельскохозяйственной продукции в регионе в расчете на душу населения;
- средний уровень доходов населения;
- среднегодовой объем капитальных вложений в регионе за ряд предшествующих лет и другие.

2. Уровень развития инвестиционной инфраструктуры в регионе. Для характеристики этого элемента используются следующие основные показатели:

- число подрядных строительных предприятий в регионе;
- объемы местного производства основных строительных материалов;
- объем производства энергетических ресурсов в регионе (в пересчете на электроэнергию);
- плотность железнодорожных путей сообщения и автомобильных дорог с твердым покрытием в расчете на 100 кв. км территории;
- наличие фондовых и товарных бирж в регионе;
- количество брокерских контор, осуществляющих операции на рынке ценных бумаг и другие.

3. Демографическая характеристика региона оценивается на основе следующих основных показателей:

- удельный вес населения региона в общей численности жителей страны;
- соотношение городских и сельских жителей региона;
- удельный вес работающего населения (занятого на предприятиях и в организациях всех форм собственности и осуществляющего индивидуальную трудовую деятельность);
- уровень квалификации трудоспособного населения и другие.

4. Уровень развития рыночных отношений и коммерческой инфраструктуры региона могут быть охарактеризованы следующими основными показателями:

- удельный вес предприятий негосударственных форм собственности в общем количестве предприятий региона;
- удельный вес продукции предприятий негосударственных форм собственности в общем объеме промышленной и сельскохозяйственной продукции региона;
- численность совместных предприятий с иностранными партнерами в регионе;
- численность банковских учреждений (включая филиалы) в регионе;
- численность страховых компаний (включая их представительства) на территории

региона и другие.

5. Степень безопасности инвестиционной деятельности в регионе оценивается на основе таких показателей:

- уровень экономических преступлений в расчете на 100 тыс. жителей региона;
- удельный вес незавершенных строительством объектов в общем количестве начатых строек за последние три года;
- удельный вес предприятий с вредными выбросами, превышающими предельно-допустимые нормы, в общем количестве предприятий региона;
- средний радиационный фон в городах региона и другие.

Методика и последовательность расчета интегрального показателя оценки инвестиционной привлекательности региона аналогичны ранее рассмотренным при оценке инвестиционной привлекательности отраслей экономики. В процессе интегральной оценки может быть использована следующая значимость отдельных элементов, установленная экспертным путем:

- уровень общеэкономического развития региона — 35%;
- уровень развития инвестиционной инфраструктуры в регионе — 15%;
- демографическая характеристика региона — 15%;
- уровень развития рыночных отношений и коммерческой инфраструктуры в регионе — 25%;
- степень безопасности инвестиционной деятельности в регионе — 10%.

Расчет интегрального рангового показателя оценки инвестиционной привлекательности регионов страны осуществляется по следующей формуле:

$$РИП_P = \sum_{i=1}^n PЭP_i \times ЗЭP_i$$

где РИП<sub>Р</sub> — интегральный ранговый показатель инвестиционной привлекательности региона страны;

РЭР<sub>і</sub> — средний ранговый показатель по рассматриваемому элементу оценки региона;

ЗЭР<sub>і</sub> — значимость соответствующего элемента в общей оценке региона, выраженная десятичной дробью.

По результатам расчета интегрального рангового показателя оценивается уровень инвестиционной привлекательности отдельных регионов страны. В процессе такой оценки устанавливаются:

- регионы приоритетного уровня инвестиционной привлекательности;
- регионы с высоким уровнем инвестиционной привлекательности;
- регионы со средним уровнем инвестиционной привлекательности;
- регионы с низким уровнем инвестиционной привлекательности.

Показатели, положенные в основу оценки инвестиционной привлекательности регионов, носят преимущественно стабильный характер, поэтому периодичность такой оценки может составлять 3-4 года.

Оценка инвестиционной привлекательности отраслей экономики и регионов страны повышает обоснованность управленческих решений по вопросам отраслевой и региональной диверсификации инвестиционного портфеля предприятий, создает условия осуществления более эффективной их инвестиционной деятельности.

# Особенности и формы реального инвестирования предприятия

Основу инвестиционной деятельности предприятия составляет реальное инвестирование. На большинстве предприятий это инвестирование является в современных условиях единственным направлением инвестиционной деятельности. Это определяет высокую роль управления реальными инвестициями в системе инвестиционной деятельности предприятия.

Осуществление реальных инвестиций характеризуется рядом особенностей, основными из которых являются:

1. Реальное инвестирование является главной формой реализации стратегии экономического развития предприятия. Основная цель этого развития обеспечивается осуществлением высокоэффективных реальных инвестиционных проектов, а сам процесс стратегического развития предприятия представляет собой не что иное, как совокупность реализуемых во времени этих инвестиционных проектов. Именно эта форма инвестирования позволяет предприятию успешно проникать на новые товарные и региональные рынки, обеспечивать постоянное возрастание своей рыночной стоимости.
2. Реальное инвестирование находится в тесной взаимосвязи с операционной деятельностью предприятия. Задачи увеличения объема производства и реализации продукции, расширения ассортимента производимых изделий и повышения их качества, снижения текущих операционных затрат решаются, как правило, в результате реального инвестирования. В свою очередь, от реализованных предприятием реальных инвестиционных проектов во многом зависят параметры будущего операционного Процесса, потенциал возрастания объемов его операционной деятельности.
3. Реальные инвестиции обеспечивают, как правило, более высокий уровень рентабельности в сравнении с финансовыми инвестициями. Эта способность генерировать большую норму прибыли является одним из побудительных мотивов к предпринимательской деятельности в реальном секторе экономики.
4. Реализованные реальные инвестиции обеспечивают предприятию устойчивый чистый денежный поток. Этот чистый денежный поток формируется за счет амортизационных отчислений от основных средств и нематериальных активов даже в те периоды, когда эксплуатация реализованных инвестиционных проектов не приносит предприятию прибыль.
5. Реальные инвестиции подвержены высокому уровню риска морального старения. Этот риск сопровождает инвестиционную деятельность как на стадии реализации реальных инвестиционных проектов, так и на стадии постинвестиционной их эксплуатации. Стремительный технологический прогресс сформировал тенденцию к увеличению уровня этого риска в процессе реального инвестирования.
6. Реальные инвестиции имеют высокую степень противoinфляционной защиты. Опыт показывает, что в условиях инфляционной экономики темпы роста цен на многие объекты реального инвестирования не только соответствуют, но во многих случаях даже обгоняют темпы роста инфляции, реализуя ажиотажный инфляционный спрос предпринимателей на материализованные объекты предпринимательской деятельности.
7. Реальные инвестиции являются наименее ликвидными. Это связано с узкоцелевой направленностью большинства форм этих инвестиций, практически не имеющих в незавершенном виде альтернативного хозяйственного применения. В связи с этим компенсировать в финансовом отношении неверные управленческие решения, связанные с началом осуществления реальных инвестиций, крайне сложно. Реальные инвестиции осуществляются предприятиями в разнообразных формах, основными из которых являются (рис. 11.1).

ФОРМЫ РЕАЛЬНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ
1. Приобретение целостных имущественных комплексов
2. Новое строительство
3. Перепрофилирование
4. Реконструкция
5. Модернизация
6. Обновление отдельных видов оборудования
7. Инновационное инвестирование в нематериальные активы

Рисунок 11.1. Основные формы реального инвестирования.

1. Приобретение целостных имущественных комплексов. Оно представляет собой инвестиционную операцию крупных предприятий, обеспечивающую отраслевую, товарную или региональную диверсификацию их деятельности. Эта форма реальных инвестиций обеспечивает обычно "эффект синергизма", который заключается в возрастании совокупной стоимости активов обоих предприятий (в сравнении с их балансовой стоимостью) за счет возможностей более эффективного использования их общего финансового потенциала, взаимодополнения технологий и номенклатуры выпускаемой продукции, возможностей снижения уровня операционных затрат, совместного использования сбытовой сети на различных региональных рынках и других аналогичных факторов.

2. Новое строительство. Оно представляет собой инвестиционную операцию, связанную со строительством нового объекта с законченным технологическим циклом по индивидуально разработанному или типовому проекту на специально отводимых территориях.

К новому строительству предприятие прибегает при кардинальном увеличении объемов своей операционной деятельности в предстоящем периоде, ее отраслевой, товарной или региональной диверсификации (создании филиалов, дочерних предприятий и т.п.).

3. Перепрофилирование. Оно представляет собой инвестиционную операцию, обеспечивающую полную смену технологии производственного процесса для выпуска новой продукции.

4. Реконструкция. Она представляет собой инвестиционную операцию, связанную с существенным преобразованием всего производственного процесса на основе современных научно-технических достижений. Ее осуществляют в соответствии с комплексным планом реконструкции предприятия в целях радикального увеличения его производственного потенциала, существенного повышения качества выпускаемой продукции, внедрения ресурсосберегающих технологий и т.п. В процессе реконструкции может осуществляться расширение отдельных производственных зданий и помещений (если новое технологическое оборудование не может быть размещено в действующих помещениях); строительство новых зданий и сооружений того же назначения вместо ликвидируемых на территории действующего предприятия, дальнейшая эксплуатация которых по технологическим или экономическим причинам признана нецелесообразной.

5. Модернизация. Она представляет собой инвестиционную операцию, связанную с совершенствованием и приведением активной части производственных основных средств в состояние, соответствующее современному уровню осуществления технологических процессов, путем конструктивных изменений основного парка машин, механизмов и оборудования, используемых предприятием в процессе операционной деятельности.



6. Обновление отдельных видов оборудования. Оно представляет собой инвестиционную операцию, связанную с заменой (в связи с физическим износом) или дополнением (в связи с ростом объемов деятельности или необходимостью повышения производительности труда) имеющегося парка оборудования отдельными новыми их видами, не меняющими общей схемы осуществления технологического процесса.

Обновление отдельных видов оборудования характеризует в основном процесс простого воспроизводства активной части производственных основных средств.

7. Инновационное инвестирование в нематериальные активы. Оно представляет собой инвестиционную операцию, направленную на использование в операционной и других видах деятельности предприятия новых научных и технологических знаний в целях достижения коммерческого успеха. Инновационные инвестиции в нематериальные активы осуществляются в двух основных формах: а) путем приобретения готовой научно-технической продукции и других прав (приобретение патентов на научные открытия, изобретения, промышленные образцы и товарные знаки; приобретение ноу-хау; приобретение лицензий на франчайзинг и т.п.); б) путем разработки новой научно-технической продукции (как в рамках самого предприятия, так и по его заказу соответствующими инжиниринговыми фирмами). Осуществление инновационного инвестирования в нематериальные активы позволяет существенно повысить технологический потенциал предприятия во всех сферах его хозяйственной деятельности.

8. Инвестирование прироста запасов материальных оборотных активов. Оно представляет собой инвестиционную операцию, направленную на расширение объема используемых операционных оборотных активов предприятия, обеспечивающую тем самым необходимую пропорциональность (сбалансированность) в развитии внеоборотных и оборотных операционных активов в результате осуществления инвестиционной деятельности. Необходимость этой формы инвестирования связана с тем, что любое расширение производственного потенциала, обеспечиваемое ранее рассмотренными формами реального инвестирования, определяет возможность выпуска дополнительного объема продукции. Однако эта возможность может быть реализована только при соответствующем расширении объема использования материальных оборотных активов отдельных видов (запасов сырья, материалов, полуфабрикатов, малоценных и быстроизнашивающихся предметов и т.п.).

Все перечисленные формы реального инвестирования могут быть сведены к трем основным его направлениям: капитальному инвестированию или капитальным вложениям (первые шесть форм); инновационному инвестированию (седьмая форма) и инвестированию прироста оборотных активов (восьмая форма).

Выбор конкретных форм реального инвестирования предприятия определяется задачами отраслевой, товарной и региональной диверсификации его деятельности (направленными на расширение объема операционного дохода), возможностями внедрения новых ресурсо- и трудосберегающих технологий (направленными на снижение уровня операционных затрат), а также потенциалом формирования инвестиционных ресурсов (капитала в денежной и иных формах, привлекаемого для осуществления вложений в объекты реального инвестирования).

Управление реальными инвестициями предприятия в современных условиях базируется на методологии системы "Управления проектами" [Project Management] — новом научном направлении, получившем широкое распространение в западных странах с развитой рыночной экономикой.

Управление проектами — это современная системная методология осуществления всех процессов разработки и реализации инвестиционного проекта любого вида на протяжении всего его жизненного цикла, обеспечивающая эффективное достижение его целей.

В самостоятельную научную дисциплину "Управление проектами" полностью оформилось в последнем десятилетии XX века. Комплексная системная методология

"Управления проектами" широко используется в инвестиционном процессе всеми развитыми странами. Для ее развития создана специализированная международная организация — ИПМА [International Project Management Association], объединившая соответствующие национальные ассоциации свыше 20 стран мира. На этой методологии базируются рекомендации по подготовке и финансированию инвестиционных проектов таких международных организаций как ЮН ИДО (Организация по промышленному развитию при ООН), ФАО (Международная сельскохозяйственная организация), Всемирный банк и других.

На современном этапе Управление проектами рассматривается не только как методология обеспечения эффективных результатов в сфере реального инвестирования, но и как система управления реализацией наиболее важных направлений корпоративной стратегии предприятия (управления его стратегическими изменениями). Использование методологии Управления проектами является важным составным элементом корпоративной и финансовой культуры предприятия.

Перспективность и широкий ареал применения системы Управления проектами в значительной мере обусловлены использованием не только прогрессивных методологических принципов, но и современной компьютерной техники, информационной технологии и специальных программных продуктов.

В общей системе Управления проектами выделяется специальный ее блок — финансовое управление проектами. Основными функциями финансового управления являются планирование основных финансовых показателей проекта и разработка соответствующих финансовых планов; оценка эффективности инвестиционного проекта с учетом уровня отдельных его рисков; обоснование схем финансирования проекта и обеспечение формирования необходимых инвестиционных ресурсов; разработка и доведение до исполнителей бюджетов выполнения отдельных видов работ; контроль за эффективным использованием финансовых ресурсов и т.п. С учетом методологии Управления проектами строится общий процесс управления реальными инвестициями предприятия. Этот процесс осуществляется в разрезе следующих основных этапов (рис. 11.2):

1. Анализ состояния реального инвестирования в предшествующем периоде. В процессе этого анализа оценивается Уровень инвестиционной активности предприятия в предшествующем периоде и степень завершенности начатых ранее реальных инвестиционных проектов и программ.

На первой стадии анализа изучается динамика общего объема инвестирования капитала в прирост реальных активов, удельный вес реального инвестирования в общем объеме инвестиций предприятия в предплановом периоде.

На второй стадии анализа рассматривается степень реализации отдельных инвестиционных проектов и программ, уровень освоения инвестиционных ресурсов, предусмотренных на эти цели, в разрезе объектов реального инвестирования.

ЭТАПЫ ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ РЕАЛЬНЫМИ ИНВЕСТИЦИЯМИ ПРЕДПРИЯТИЯ
1. Анализ состояния реального инвестирования в предшествующем периоде
2. Определение общего объема реального инвестирования в предстоящем периоде
3. Определение форм реального инвестирования
4. Разработка (подбор) инвестиционных проектов, соответствующих целям и формам реального инвестирования
5. Оценка эффективности отдельных инвестиционных проектов с учетом фактора риска
6. Формирование программы реальных инвестиций предприятия
7. Обеспечение постоянного мониторинга и контроля реализации инвестиционных проектов и инвестиционной программы

Рисунок 11.2. Основные этапы осуществления финансового управления реальными инвестициями предприятия.

На третьей стадии анализа определяется уровень завершенности начатых ранее реальных инвестиционных проектов и программ, уточняется необходимый объем инвестиционных ресурсов для полного их завершения. На четвертой стадии анализа исследуется уровень эффективности завершенных реальных инвестиционных проектов на эксплуатационном этапе, его соответствие проектируемым показателям.

2. Определение общего объема реального инвестирования в предстоящем периоде. Основой определения этого показателя является планируемый объем прироста основных средств предприятия в разрезе отдельных их видов, а также нематериальных и оборотных активов обеспечивающий прирост объемов его производственно-коммерческой деятельности.

Объем этого прироста уточняется с учетом динамики объема ранее неоконченного капитального строительства (незавершенных капитальных вложений), необходимости обновления действующего парка машин и механизмов, а также разработанной на предшествующей стадии стратегического управления политики предприятия по основным направлениям инвестирования.

3. Определение форм реального инвестирования. Эти формы определяются исходя из конкретных направлений инвестиционной деятельности предприятия, обеспечивающих воспроизводство его основных средств и нематериальных активов, а также расширение объема собственных оборотных активов.

4. Разработка (подбор) инвестиционных проектов, соответствующих целям и формам реального инвестирования. Все формы крупнообъемных реальных инвестиций (кроме обновления отдельных видов механизмов и оборудования в связи с их износом) рассматриваются как реальные инвестиционные проекты. Подготовка таких инвестиционных проектов требует разработки их бизнес-планов в рамках самого предприятия. Для небольших реальных инвестиционных проектов допускается разработка краткого варианта бизнес-плана (с изложением только тех разделов, которые прямо определяют целесообразность их осуществления). Кроме того, в процессе этого этапа управления изучается текущее предложение на инвестиционном рынке; отбираются для изучения отдельные реальные инвестиционные объекты, наиболее полно соответствующие направлениям инвестиционной деятельности предприятия (ее отраслевой и региональной диверсификации); рассматриваются возможности и условия приобретения отдельных активов (техники, технологий и т.п.) для обновления состава действующих их видов; проводится тщательная экспертиза отобранных объектов инвестирования. Порядок разработки

(подбора) реальных инвестиционных проектов рассматривается в следующем разделе.

5. Оценка эффективности отдельных инвестиционных проектов с учетом фактора риска. Разработанные или подобранные на предварительном этапе инвестиционные проекты подвергаются подробному анализу и оценке с позиций их эффективности по критерию обеспечения роста рыночной стоимости предприятия. Параллельно идентифицируются и оцениваются риски, присущие каждому конкретному инвестиционному проекту, проверяется соответствие общего их уровня ожидаемому уровню доходности проектов.

В процессе этого этапа управления наряду с рисками отдельных инвестиционных проектов оцениваются риски, связанные с реальным инвестированием предприятия в целом. Это направление инвестиционной деятельности связано с отвлечением собственного капитала в больших размерах и, как правило, на длительный период, что может привести к снижению уровня платежеспособности предприятия по текущим обязательствам. Кроме того, финансирование отдельных инвестиционных проектов осуществляется часто за счет привлечения значительного объема заемного капитала, что может привести к снижению финансовой устойчивости предприятия в долгосрочном периоде. Поэтому в процессе управления следует заранее прогнозировать, какое влияние инвестиционные риски окажут на доходность, платежеспособность и финансовую устойчивость предприятия.

6. Формирование программы реальных инвестиций предприятия. На основе оценки отдельных инвестиционных проектов в процессе этого этапа управления проводится их ранжирование по критерию уровня доходности, риска и ликвидности, соответствия общим целям инвестиционной политики предприятия и т.п. Исходя из объективных ограничений — общего объема планируемого реального инвестирования и возможного объема формирования инвестиционных ресурсов, в инвестиционную программу предприятия включаются инвестиционные проекты, обеспечивающие наибольшие темпы его развития в стратегическом периоде и роста рыночной стоимости.

Если эта программа сформирована по определяющей приоритетной цели (максимизации доходности, минимизация инвестиционного риска и т.п.), то необходимости в дальнейшей оптимизации программы реальных инвестиций не возникает. Если же предусматривается сбалансированность отдельных целей, то инвестиционная программа предприятия оптимизируется по различным целевым критериям для достижения их сбалансированности, после чего принимается к непосредственной реализации.

7. Обеспечение постоянного мониторинга и контроля реализации инвестиционных проектов и инвестиционной программы. Этот этап управления реальными инвестициями реализуется в рамках организуемого на предприятии инвестиционного контроллинга по основным результативным показателям каждого инвестиционного проекта (до завершения его жизненного цикла) и инвестиционной программы в целом.

## Разработка реальных инвестиционных проектов

Основным объектом финансового управления реальными инвестициями предприятия выступает инвестиционный проект. Инвестиционный проект представляет собой документально оформленное проявление инвестиционной инициативы хозяйствующего субъекта, предусматривающее вложение капитала в определенный объект реального инвестирования, направленной на реализацию детерминированных во времени определенных целей инвестиционной стратегии и получение планируемых конкретных результатов".

Для таких форм реального инвестирования как обновление отдельных видов оборудования, приобретение отдельных видов нематериальных активов, увеличение запасов материальных оборотных активов, которые, как правило, не требуют высоких инвестиционных затрат, обоснование инвестиционных проектов носит форму внутреннего служебного документа (докладной записки, заявки и т.п.), в котором излагаются мотивация, объектная направленность, необходимый объем инвестирования, а также ожидаемая его эффективность. При осуществлении таких форм реального инвестирования, как приобретение целостных имущественных комплексов, новое строительство, перепрофилирование, реконструкция и широкомасштабная модернизация предприятия, требования к подготовке инвестиционного проекта существенно возрастают. Это связано с тем, что в современных экономических условиях предприятия не могут обеспечить свое стратегическое развитие только за счет внутренних финансовых ресурсов и привлекают на инвестиционные цели значительный объем средств за счет внешних источников финансирования.

В то же время любой крупный сторонний инвестор или кредитор должен иметь четкое представление о стратегической концепции проекта; его масштабах; важнейших показателях маркетинговой, экономической и финансовой его результативности; объеме необходимых инвестиционных затрат и сроках их возврата и других его характеристиках. Разработанный реальный инвестиционный проект позволяет сначала собственникам и менеджерам предприятия, а затем и сторонним инвесторам всесторонне оценить целесообразность его реализации и ожидаемую эффективность.

Разрабатываемые в разрезе отдельных форм реального инвестирования предприятия инвестиционные проекты классифицируются по ряду признаков (рис. 11.3).

1. По функциональной направленности выделяют следующие виды инвестиционных проектов предприятия:

Инвестиционные проекты реновации. Такого рода проекты направлены на замену выбывающих основных средств и нематериальных активов и осуществляются, как правило, за счет средств амортизационного фонда предприятия.

Инвестиционные проекты развития. Такие проекты характеризуют расширенное воспроизводство хозяйственной деятельности предприятия, обеспечивая ее рост в каждом новом цикле хозяйственного развития. Они в наибольшей степени обеспечивают прирост рыночной стоимости предприятия.

Инвестиционные проекты санации. Проекты такого вида разрабатываются в процессе антикризисного развития предприятия и направлены, как правило, на реструктуризацию его имущества или отдельных видов деятельности.

2. По целям инвестирования в современной инвестиционной практике различают: Инвестиционные проекты, обеспечивающие прирост объема выпуска продукции. Такого рода проекты связаны с реализацией таких форм реального инвестирования как новое строительство, реконструкция, расширение парка оборудования, обеспечение прироста запасов материальных оборотных активов.

КЛАССИФИКАЦИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ ПРЕДПРИЯТИЯ	
ПО ФУНКЦИОНАЛЬНОЙ НАПРАВЛЕННОСТИ	
•	Инвестиционные проекты реновации
•	Инвестиционные проекты развития
•	Инвестиционные проекты санации
ПО ЦЕЛЯМ ИНВЕСТИРОВАНИЯ	
•	Инвестиционные проекты, обеспечивающие прирост объема выпуска продукции
•	Инвестиционные проекты, обеспечивающие расширение (обновление) ассортимента продукции
•	Инвестиционные проекты, обеспечивающие повышение качества продукции
•	Инвестиционные проекты, обеспечивающие снижение себестоимости продукции
•	Инвестиционные проекты, обеспечивающие решение социальных, экологических и других задач
ПО СОВМЕСТИМОСТИ РЕАЛИЗАЦИИ	
•	Инвестиционные проекты, независимые от реализации других проектов предприятия
•	Инвестиционные проекты, зависимые от реализации других проектов предприятия
•	Инвестиционные проекты, исключающие реализацию иных проектов
ПО СРОКАМ РЕАЛИЗАЦИИ	
•	Краткосрочные инвестиционные проекты
•	Среднесрочные инвестиционные проекты
•	Долгосрочные инвестиционные проекты
ПО ОБЪЕМУ НЕОБХОДИМЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕСУРСОВ	
•	Небольшие инвестиционные проекты
•	Средние инвестиционные проекты
•	Крупные инвестиционные проекты
ПО ПРЕДПОЛАГАЕМЫМ ИСТОЧНИКАМ ФИНАНСИРОВАНИЯ	
•	Инвестиционные проекты, финансируемые за счет внутренних источников
•	Инвестиционные проекты, финансируемые за счет акционирования (первичной или дополнительной эмиссии акций)
•	Инвестиционные проекты, финансируемые за счет кредита
•	Инвестиционные проекты со смешанными формами финансирования

Рисунок 11.3. Классификация инвестиционных проектов предприятия по основным признакам.

Инвестиционные проекты, обеспечивающие расширение (обновление) ассортимента продукции. Они связаны с осуществлением таких форм реального инвестирования как приобретение целостных имущественных комплексов (предприятий иного отраслевого профиля, обеспечивающих получение эффекта синергизма), новое строительство, перепрофилирование.

Инвестиционные проекты, обеспечивающие повышение качества продукции. Такие проекты связаны обычно с осуществлением модернизации и реконструкции предприятия, в процессе которых внедряются новые технологии и современная техника.

Инвестиционные проекты, обеспечивающие снижение себестоимости продукции. Как, правило, эти проекты также связаны с осуществлением модернизации и реконструкции предприятия, но только с иным целевым эффектом, чем в предыдущем случае.

Инвестиционные проекты, обеспечивающие решение социальных, экологических и других задач. Эти проекты обеспечивают реализацию внеэкономических целей инвестиционной деятельности предприятия.

3. По совместимости реализации выделяют:

Инвестиционные проекты, независимые от реализации других проектов предприятия. Такие проекты характеризуются наибольшей



альтернативностью в достижении инвестиционных целей по каждой из форм реального инвестирования предприятия. Они также имеют и наибольшую альтернативность по времени осуществления.

Инвестиционные проекты, зависящие от реализации других проектов предприятия. В принципе, комплекс таких проектов можно рассматривать как единый интегральный инвестиционный проект предприятия, отдельные составляющие структурные элементы которого могут быть реализованы лишь в определенной технологической или временной последовательности.

Инвестиционные проекты, исключающие реализацию иных проектов. Такие проекты, направленные на реализацию конкретной инвестиционной цели, исключают возможность использования альтернативных их видов.

4. По срокам реализации инвестиционные проекты предприятия подразделяются следующим образом:

Краткосрочные инвестиционные проекты. Такие проекты реализуются в период времени до одного года. Они связаны с такими формами реального инвестирования, как обновление отдельных видов оборудования, инновационное инвестирование, инвестирование прироста запасов материальных оборотных активов.

Среднесрочные инвестиционные проекты. Период реализации таких проектов составляет от одного до трех лет. Такого периода осуществления требуют, как правило, инвестиционные проекты, обеспечивающие модернизацию парка технических средств предприятия, его реконструкцию, подготовку и осуществление приобретения целостных имущественных комплексов.

Долгосрочные инвестиционные проекты. Реализация таких инвестиционных проектов требует более трех лет. Такой период реализации требуют проекты крупномасштабного нового строительства или перепрофилирования предприятия, сопровождающегося его полной реконструкцией.

5. По объему необходимых инвестиционных ресурсов на уровне предприятий инвестиционные проекты разделяют следующим образом.

Небольшие инвестиционные проекты. Объем инвестиционных ресурсов для реализации таких проектов не превышает 100 тыс. долл. США.

Средние инвестиционные проекты. Необходимый объем инвестиционных ресурсов, обеспечивающих реализацию таких проектов, колеблется от 100 до 1000 тыс. долл. США.

Крупные инвестиционные проекты. Объем инвестиционных ресурсов, обеспечивающих реализацию таких проектов, превышает обычно 1 млн долл. США.

Рассматривая классификацию инвестиционных проектов по этому признаку, следует отметить, что критерий их разделения в значительной степени зависит от отраслевой принадлежности предприятий. Поэтому дифференциация проектов по данному признаку должна конкретизироваться в рамках отдельных отраслей.

6. По предполагаемым источникам финансирования выделяют:

Инвестиционные проекты, финансируемые за счет внутренних источников.

Такая форма финансирования характерна лишь для небольших инвестиционных проектов предприятия, обеспечивающих реализацию таких форм его реального инвестирования как обеспечение прироста запасов его материальных оборотных активов, обновление отдельных видов оборудования, осуществление приобретения недорогих видов нематериальных активов.

Инвестиционные проекты, финансируемые за счет акционирования. Эмиссия акций может использоваться предприятием для осуществления как средних, так и крупных его инвестиционных проектов, имеющих стратегическое значение.

Инвестиционные проекты, финансируемые за счет кредита. Такие инвестиционные проекты связаны обычно с финансовым лизингом оборудования. Высокая стоимость долгосрочного банковского кредита на современном этапе сдерживает использование инвестиционных проектов этого вида.

Инвестиционные проекты со смешанными формами финансирования. Эти проекты являются в настоящее время наиболее распространенными в инвестиционной

практике.

В зависимости от видов инвестиционных проектов, изложенных в рассматриваемой их классификации, дифференцируются требования к их разработке.

Для небольших инвестиционных проектов, финансируемых предприятием за счет внутренних источников, обоснование осуществляется по сокращенному кругу разделов и показателей. Такое обоснование может содержать лишь цель осуществления инвестиционного проекта, его основные параметры, объем необходимых финансовых средств, показатели эффективности осуществляемых инвестиций, а также схему (календарный план) реализации инвестиционного проекта. Для средних и крупных инвестиционных проектов, финансирование реализации которых намечается за счет внешних источников, необходимо полномасштабное обоснование по соответствующим национальным и международным стандартам. Такое обоснование инвестиционных проектов подчинено определенной логической структуре, которая носит унифицированный характер в большинстве стран с развитой рыночной экономикой (отклонения от этой общепринятой структуры вызываются лишь отраслевыми особенностями и формами осуществления реальных инвестиций).

Обоснование инвестиционных проектов предусматривает определенное их структурирование. С позиций финансового управления инвестиционными проектами наиболее актуальным является их структурирование по отдельным стадиям (фазам) жизненного (проектного) цикла, а также по функциональной направленности его разделов.

По отдельным стадиям жизненного цикла (проектного цикла) выделяются:

- прединвестиционная стадия, в процессе которой разрабатываются варианты альтернативных инвестиционных решений, проводится их оценка и принимается к реализации конкретный их вариант;
- инвестиционная стадия, в процессе которой осуществляется непосредственная реализация принятого инвестиционного решения;
- постинвестиционная стадия, в процессе которой обеспечивается контроль за достижением предусмотренных параметров инвестиционных решений в процессе эксплуатации объекта инвестирования.

По функциональной направленности разделов инвестиционный проект строится в соответствии с рекомендациями отдельных международных организаций, обеспечивающих инвестиционную поддержку их реализации. Так, например, в соответствии с рекомендациями ЮНИДО (Организации Объединенных Наций по Промышленному Развитию) инвестиционный проект должен содержать следующие основные разделы (рис. 11.4).

1. Краткая характеристика проекта (или его резюме). В этом разделе содержатся выводы по основным аспектам разработанного проекта после рассмотрения всех альтернативных вариантов, когда концепция проекта, ее обоснование и формы реализации уже определены. Ознакомившись с этим разделом, инвестор должен сделать вывод о том, отвечает ли проект направленности его инвестиционной деятельности и инвестиционной стратегии, соответствует ли он потенциалу его инвестиционных ресурсов, устраивает ли его проект по периоду реализации и срокам возврата вложенного капитала и т.п.

ОСНОВНЫЕ РАЗДЕЛЫ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА
1. Краткая характеристика проекта (его „резюме“)
2. Предпосылки и основная идея проекта
3. Анализ рынка и концепция маркетинга
4. Сырье и поставки
5. Месторасположение, строительный участок и окружающая среда
6. Проектирование и технология
7. Организация управления
8. Трудовые ресурсы
9. Планирование реализации проекта
10. Финансовый план и оценка эффективности инвестиций

Рисунок 11.4. Структура разрабатываемого инвестиционного проекта предприятия в разрезе основных разделов.

2. Предпосылки и основная идея проекта. В этом разделе перечисляются наиболее важные параметры проекта, которые служат определяющими показателями для его реализации, рассматривается регион расположения проекта в увязке с рыночной и ресурсной средой, приводится график реализации проекта и характеризуется его инициатор.

3. Анализ рынка и концепция маркетинга. В нем излагаются результаты маркетинговых исследований, обосновывается концепция маркетинга и разрабатывается проект его бюджета.

4. Сырье и поставки. Этот раздел содержит классификацию используемых видов сырья и материалов, объем потребности в них, наличие основного сырья в регионе и обеспеченность им, программу поставок сырья и материалов и связанные с ними затраты.

5. Месторасположение, строительный участок и окружающая среда. В этом разделе подробно описываются месторасположение проекта, характер естественной окружающей среды, степень воздействия на нее при реализации проекта, социально-экономические условия в регионе и инвестиционный климат, состояние производственной и коммерческой инфраструктуры, выбор строительного участка с учетом рассмотренных альтернатив, оценка затрат по освоению строительного участка.

6. Проектирование и технология. Этот раздел должен содержать производственную программу и характеристику производственной мощности предприятия; выбор технологии и предложения по ее приобретению или передаче; подробную планировку предприятия и основные проектно-конструкторские работы; перечень необходимых машин и оборудования и требования к их техническому обслуживанию; оценку связанных с этим инвестиционных затрат.

7. Организация управления. В этом разделе приводится организационная схема и система управления предприятием; обосновывается конкретная организационная структура управления по сферам деятельности и центрам ответственности; рассматривается подробная смета накладных расходов, связанных с организацией управления.

8. Трудовые ресурсы. Этот раздел содержит требования к категориям и функциям персонала, оценку возможностей его формирования в рамках региона, организацию набора, план обучения работников и оценку связанных с этим затрат.

9. Планирование реализации проекта. В этом разделе обосновываются отдельные стадии осуществления проекта, приводится график его реализации, разрабатывается бюджет реализации проекта.

10. Финансовый план и оценка эффективности инвестиций. Этот раздел содержит финансовый прогноз и основные виды финансовых планов, совокупный объем инвестиционных затрат, методы и результаты оценки эффективности инвестиций, оценку инвестиционных рисков.

Разработка инвестиционных проектов предприятия может быть осуществлена с помощью специальных компьютерных программ - COMFAR, PROJECT EXPERT и других.

## Оценка эффективности реальных инвестиционных проектов

В системе управления реальными инвестициями оценка эффективности инвестиционных проектов представляет собой один из наиболее ответственных этапов. От того, насколько объективно и всесторонне проведена эта оценка, зависят сроки возврата вложенного капитала, варианты альтернативного его использования, дополнительно генерируемый поток операционной прибыли предприятия в предстоящем периоде. Эта объективность и всесторонность оценки эффективности инвестиционных проектов в значительной мере определяется использованием современных методов ее проведения.

Рассмотрим базовые принципы и методические подходы, используемые в современной практике оценки эффективности реальных инвестиционных проектов. Основные из таких принципов заключаются в следующем:

1. Оценка эффективности реальных инвестиционных проектов должна осуществляться на основе сопоставления объема инвестиционных затрат, с одной стороны, и сумм и сроков возврата инвестированного капитала, с другой. Это общий принцип формирования системы оценочных показателей эффективности, в соответствии с которым результаты любой деятельности должны быть сопоставлены с затратами (примененными ресурсами) на ее осуществление. Применительно к инвестиционной деятельности он реализуется путем сопоставления прямого и возвратного потоков инвестируемого капитала.

2. Оценка объема инвестиционных затрат должна охватывать всю совокупность используемых ресурсов, связанных с реализацией проекта. В процессе оценки должны быть учтены все прямые и косвенные затраты денежных средств (собственных и заемных), материальных и нематериальных активов, трудовых и других видов ресурсов. Как показывает современная практика в большинстве случаев оценка объема инвестиционных затрат не отражает косвенные расходы, связанные с подготовкой проекта к реализации, формированием необходимого объема инвестиционных ресурсов, контролем за реализацией проекта и т.п. Это не позволяет осуществлять сопоставимую оценку эффективности инвестиционных проектов.

3. Оценка возврата инвестируемого капитала должна осуществляться на основе показателя "чистого денежного потока" [net cash flow]. Этот показатель формируется в основном за счет сумм чистой прибыли и амортизационных отчислений в процессе эксплуатации инвестиционного проекта. При проведении различных видов оценки этот показатель может рассматриваться как среднегодовой, так и дифференцированный по отдельным периодам эксплуатации инвестиционного проекта.

4. В процессе оценки суммы инвестиционных затрат и чистого денежного потока должны быть приведены к настоящей стоимости. На первый взгляд кажется, что инвестиционные затраты по отношению к чистому денежному потоку всегда выражены в настоящей стоимости, так как значительно предшествуют ему. В реальной практике это не так — процесс инвестирования в большинстве случаев осуществляется не одномоментно, а проходит ряд этапов. Поэтому, за исключением первого этапа, все последующие суммы инвестиционных затрат должны приводиться

к настоящей стоимости (с дифференциацией каждого последующего этапа инвестирования). Точно так же должна приводиться к настоящей стоимости и сумма чистого денежного потока (по отдельным этапам его формирования).

5. Выбор дисконтной ставки в процессе приведения отдельных показателей к настоящей стоимости должен быть дифференцирован для различных инвестиционных проектов. В процессе такой дифференциации должны быть учтены уровень риска, ликвидности и другие индивидуальные характеристики реального инвестиционного проекта.

С учетом вышеизложенных принципов рассмотрим методы оценки эффективности реальных инвестиционных проектов на основе различных показателей. Система этих показателей приведена на рис. 11.5.

Выше изложена система всех основных показателей, используемых в практике инвестиционного менеджмента. Для оценки эффективности реальных инвестиционных проектов. Вместе с тем, в зависимости от метода учета фактора времени в осуществлении инвестиционных затрат и получении возвратного инвестиционного потока все рассмотренные показатели подразделяются на две основные группы — дисконтные и статические (бухгалтерские).

ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ РЕАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ	
1. Чистый приведенный доход	
2. Индекс доходности	
3. Индекс рентабельности	
4. Период окупаемости	
5. Внутренняя ставка доходности	

Рисунок 11.5. Система основных показателей, используемых в процессе оценки эффективности реальных инвестиционных проектов.

Показатели оценки эффективности реальных инвестиционных проектов, основанные на дисконтных методах расчета предусматривают обязательное дисконтирование инвестиционных затрат и доходов по отдельным интервалам рассматриваемого периода. В то же время показатели оценки, основанные на статических (бухгалтерских) методах расчета, предусматривают использование в расчетах бухгалтерских данных об инвестиционных затратах и доходах без их дисконтирования во времени. Распределение рассмотренной системы показателей оценки эффективности реальных инвестиционных проектов по этому признаку приведено на рис. 11.6.

В современной инвестиционной практике показатели оценки эффективности реальных проектов, основанные на использовании дисконтных методов расчета, являются преобладающими. Они обязательно должны рассчитываться по всем средним и крупным реальным инвестиционным проектам, реализация которых носит долгосрочный характер. Показатели, основанные на использовании статических методов расчета, применяются, как правило, для оценки эффективности небольших краткосрочных реальных инвестиционных проектов.

ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ РЕАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ	
Определяемые на основе дисконтных методов расчета	Определяемые на основе статических методов расчета
Чистый приведенный доход	Индекс (коэффициент) рентабельности
Индекс (коэффициент) доходности	Период окупаемости недисконтированный
Период окупаемости дисконтированный	
Внутренняя ставка доходности	

Рисунок 11.6. Группировка основных показателей оценки эффективности реальных инвестиционных проектов по используемым методам расчета.

Рассмотрим более подробно методику расчета и условия использования основных показателей оценки эффективности реальных инвестиционных проектов.

1. Чистый приведенный доход [net present value, NPV] позволяет получить наиболее обобщенную характеристику результата инвестирования, т.е. его конечный эффект в абсолютной сумме. Под чистым приведенным доходом понимается разница между приведенными к настоящей стоимости суммой чистого денежного потока за период эксплуатации инвестиционного проекта и суммой инвестиционных затрат на его реализацию. Расчет этого показателя при единовременном осуществлении инвестиционных затрат осуществляется по формуле:

$$\text{ЧПД}_e = \sum_{t=1}^n \frac{\text{ЧДП}_t}{(1+i)^t} - \text{ИЗ}_e$$

где ЧПД<sub>е</sub> — сумма чистого приведенного дохода по инвестиционному проекту при единовременном осуществлении инвестиционных затрат; — сумма чистого денежного потока по отдельным интервалам общего периода эксплуатации инвестиционного проекта (если полный период эксплуатации инвестиционного проекта определить сложно, его принимают в расчетах в размере 5 лет);

ИЗ<sub>е</sub> — сумма единовременных инвестиционных затрат на реализацию инвестиционного проекта,

i — используемая дисконтная ставка, выраженная десятичной дробью;

n — число интервалов в общем расчетном периоде t.

Если инвестиционные затраты, связанные с предстоящей реализацией инвестиционного проекта, осуществляются в несколько этапов, расчет индекса (коэффициента) доходности производится по следующей формуле:

$$\text{ЧПД}_M = \sum_{f=1}^n \frac{\text{ЧДП}_f}{(1+i)^f} - \sum_{f=1}^n \frac{\text{ИЗ}_f}{(1+i)^n}$$

где ЧПД<sub>М</sub> — индекс (коэффициент) доходности по инвестиционному проекту при многократном осуществлении инвестиционных затрат;



$\text{ЧДП}_t$  — сумма чистого денежного потока по отдельным интервалам общего периода эксплуатации инвестиционного проекта;

$\text{ИЗ}_t$  — сумма инвестиционных затрат по отдельным интервалам общего эксплуатационного периода;

$i$  — используемая дисконтная ставка, выраженная десятичной дробью;

$n$  — число интервалов в общем расчетном периоде  $t$ .

Рассматривая показатель чистого приведенного дохода, необходимо обратить внимание на ряд его особенностей, которые следует учитывать в процессе сравнительной оценки инвестиционных проектов предприятия.

Первая особенность чистого приведенного дохода состоит в том, что, являясь абсолютным показателем эффективности инвестиционного проекта он прямо зависит от его размера.

Чем больше является размер инвестиционных затрат по проекту и соответственно сумма ожидаемого чистого денежного потока по нему, тем более высоким (при прочих равных условиях) будет абсолютный размер чистого приведенного дохода по нему. Вторая особенность чистого приведенного дохода заключается в том, что на его размер существенное влияние оказывает структура распределения общего объема инвестиционных затрат по отдельным периодам проектного цикла. Чем большая доля этих затрат осуществляется в будущих периодах проектного цикла (по отношению к его началу), тем большей при прочих равных условиях будет и сумма ожидаемого чистого приведенного дохода по нему. Наименьшее значение этого показателя формируется при условии полного осуществления инвестиционных затрат с наличием проектного цикла.

Третья особенность чистого приведенного дохода состоит в том, что на его численное значение существенное влияние оказывает время начала эксплуатационной стадии (по отношению к времени начала проектного цикла), позволяющее начать формирование чистого денежного потока по инвестиционному проекту. Чем продолжительней временной лаг между началом проектного цикла и началом эксплуатационной его стадии, тем меньшим при прочих равных условиях будет размер чистого приведенного дохода по инвестиционному проекту. И наоборот, сокращение временного лага между началом проектного цикла и началом эксплуатационной его стадии приводит к соответствующему увеличению размера чистого денежного потока по инвестиционному проекту.

Четвертая особенность чистого приведенного дохода заключается в том, что его численное значение существенно колеблется в зависимости от уровня дисконтной ставки приведения к настоящей стоимости базовых показателей инвестиционного проекта — объема инвестиционных затрат и суммы чистого денежного потока. В реальной практике эта ставка дифференцируется в зависимости от ряда факторов, в первую очередь, от уровня проектного риска, определяющего в составе дисконтной ставки необходимый уровень премии за риск.

Проведенный анализ механизма формирования показателя чистого приведенного дохода показывает, что он может быть использован как критериальный на первой стадии отбора инвестиционных проектов. Независимый инвестиционный проект, по которому показатель чистого приведенного дохода является отрицательной величиной или равен нулю, должен быть отвергнут, так как он не принесет предприятию дополнительный доход на вложенный капитал. Независимые инвестиционные проекты с положительным значением показателя чистого приведенного дохода позволяют увеличить капитал предприятия и его рыночную стоимость. Сравнительная же оценка взаимоисключающих инвестиционных проектов по этому показателю может дать объективный результат только при их сопоставимых исходных параметрах.

2. Индекс (коэффициент) доходности [Profitability Index, PI] также позволяет соотнести объем инвестиционных затрат с предстоящим чистым денежным потоком по проекту. Расчет такого показателя при единовременных инвестиционных затратах по реальному проекту осуществляется по следующей формуле:

$$ИД_e = \sum_{t=1}^n \frac{ЧДП_t}{(1+i)^t} / ИЗ_e$$

где ИДе — индекс (коэффициент) доходности по инвестиционному проекту при единовременном осуществлении инвестиционных затрат;

ЧДП<sub>1</sub> — сумма чистого денежного потока по отдельным интервалам общего периода эксплуатации инвестиционного проекта;

ИЗе — сумма единовременных инвестиционных затрат на реализацию инвестиционного проекта;

i — используемая дисконтная ставка, выраженная десятичной дробью;

n — число интервалов в общем расчетном периоде t.

Если инвестиционные затраты, связанные с предстоящей реализацией инвестиционного проекта, осуществляются в несколько этапов, расчет индекса (коэффициента) доходности производится по следующей формуле:

$$ИД_M = \sum_{t=1}^n \frac{ЧДП_t}{(1+i)^t} / \sum_{t=1}^n \frac{ИЗ_t}{(1+i)^n}$$

где ИДМ — индекс (коэффициент) доходности по инвестиционному проекту при многократном осуществлении инвестиционных затрат;

ЧДП<sub>t</sub> — сумма чистого денежного потока по отдельным интервалам общего периода эксплуатации инвестиционного проекта;

ИЗ<sub>t</sub> — сумма инвестиционных затрат по отдельным интервалам общего эксплуатационного периода;

i — используемая дисконтная ставка, выраженная десятичной дробью;

n — число интервалов в общем расчетном периоде t.

Рассматривая показатель "индекс (коэффициент) доходности", следует обратить внимание на то, что он базируется на тех же исходных предпосылках, что и показатель "чистого приведенного дохода", а следовательно на его формирование влияют распределение во времени объема инвестиционных затрат и суммы чистого денежного потока, а также принимаемый уровень ставки дисконтирования. Вместе с тем, он свободен от одного из существенных недостатков показателя чистого приведенного дохода — влияния на оцениваемую эффективность размера инвестиционного проекта.

Это связано с тем, что в отличие от чистого приведенного дохода индекс (коэффициент) доходности является относительным показателем, характеризующим не абсолютный размер чистого денежного потока, а его уровень по отношению к инвестиционным затратам. Это преимущество индекса (коэффициента) доходности позволяет использовать его в процессе сравнительной оценки эффективности инвестиционных проектов, различающихся по своим размерам (объему инвестиционных затрат). В условиях ограниченных инвестиционных ресурсов индекс (коэффициент) доходности дает возможность осуществлять отбор в инвестиционную программу предприятия таких проектов, которые обеспечивают максимальную отдачу инвестируемого капитала по критерию его возрастания.

Кроме того, индекс (коэффициент) доходности может быть использован и для отсева неэффективных инвестиционных проектов на предварительной стадии их рассмотрения.

Если значение индекса (коэффициента) доходности меньше единицы или равно ей, независимый инвестиционный проект должен быть отвергнут в связи с тем, что он не принесет дополнительный доход на инвестируемый капитал (не обеспечит самовозрастания его стоимости в процессе инвестиционной деятельности). Иными

словами, для реализации могут быть приняты реальные инвестиционные проекты только со значением показателя индекса доходности выше единицы. По взаимоисключающим инвестиционным проектам по этому критерию выбирается тот из них, по которому индекс доходности при прочих равных условиях является наивысшим.

3. Индекс (коэффициент) рентабельности в процессе оценки эффективности инвестиционного проекта может играть лишь вспомогательную роль, так как не позволяет в полной мере оценить весь возвратный инвестиционный поток по проекту (значительную часть этого потока составляют амортизационные отчисления) и не соизмеряет анализируемые показатели во времени. Расчет этого показателя осуществляется по формуле:

Индекс рентабельности по инвестиционному проекту = Среднегодовая сумма чистой инвестиционной прибыли за период эксплуатации проекта / Сумма инвестиционных затрат на реализацию инвестиционного проекта.

Показатель "индекс рентабельности" позволяет вычлени в совокупном чистом денежном потоке важнейшую его составляющую — сумму инвестиционной прибыли. Кроме того, он позволяет осуществить сравнительную оценку уровня рентабельности инвестиционной и операционной деятельности (если инвестиционные ресурсы сформированы за счет собственных и заемных средств, индекс рентабельности инвестиций сравнивается с коэффициентом рентабельности активов; если же инвестиционные ресурсы сформированы исключительно за счет собственных финансовых средств, то базой сравнения выступает коэффициент рентабельности собственного капитала).

Результаты сравнения позволяют определить: дает ли возможность реализация инвестиционного проекта повысить общий уровень эффективности операционной деятельности предприятия в предстоящем периоде или снизит его, что также является одним из критериев принятия инвестиционного решения.

4. Период окупаемости [Payback Period, PP] является одним из наиболее распространенных и понятных показателей оценки эффективности инвестиционного проекта. Расчет этого показателя может быть произведен двумя методами — статичным (бухгалтерским) и дисконтным.

Недисконтированный показатель периода окупаемости, определяемый статичным методом, рассчитывается по следующей формуле:

Недисконтированный период окупаемости инвестиционных затрат по проекту = Сумма инвестиционных затрат на реализацию проекта / Среднегодовая сумма чистого денежного потока за период эксплуатации проекта (при краткосрочных реальных инвестициях этот показатель рассчитывается как среднемесячный). Соответственно дисконтированный показатель периода окупаемости определяется по следующей формуле:

$$ПО_{д} = ИЗ_{э} / \sum_{t=1}^n \frac{ЧДП_t}{(1+i)^n \times t}$$

где ПО<sub>д</sub> — дисконтированный период окупаемости единовременных инвестиционных затрат по проекту;

ИЗ<sub>э</sub> — сумма единовременных инвестиционных затрат на реализацию инвестиционного проекта;

ЧДПГ — средняя сумма чистого денежного потока по отдельным интервалам общего периода эксплуатации инвестиционного проекта;

i — используемая дисконтная ставка, выраженная десятичной дробью;

n — число интервалов (лет, месяцев) в общем рас-, четном периоде t; t — общий расчетный период эксплуатации проекта (лет, месяцев).

Рассматривая механизм формирования показателя периода окупаемости, следует обратить внимание на ряд его особенностей, снижающих потенциал его

использования в системе оценки эффективности инвестиционных проектов. Первой особенностью показателя периода окупаемости является то, что он не учитывает те суммы чистого денежного потока, которые формируются после периода окупаемости инвестиционных затрат (см. рис. 11.7).



Рисунок 11.7. График формирования чистого денежного потока по реальному инвестиционному проекту в течение его полного жизненного цикла.

Так, по инвестиционным проектам с длительным сроком эксплуатации после периода их окупаемости может быть получена гораздо большая сумма чистого денежного потока, чем по инвестиционным проектам с коротким сроком эксплуатации (при аналогичном и даже более быстром периоде окупаемости последних).

Второй особенностью показателя периода окупаемости, снижающей его оценочный потенциал, является то, что на его формирование существенно влияет (при прочих равных условиях) период времени между началом проектного цикла и началом фазы эксплуатации проекта. Чем большим является этот период, тем соответственно выше и размер показателя периода окупаемости проекта.

Третьей особенностью периода окупаемости, определяющей механизм его формирования, является значительный диапазон его колебания под влиянием изменения уровня принимаемой дисконтной ставки. Чем выше уровень дисконтной ставки, принятый в расчете настоящей стоимости исходных показателей периода окупаемости, тем в большей степени возрастает его значение и наоборот.

Рассмотрение особенностей механизма формирования показателя "периода окупаемости" показывает, что он может быть использован лишь в системе вспомогательных показателей оценки эффективности инвестиционных проектов. В частности, он может быть использован как один из вспомогательных критериальных показателей на стадии отбора инвестиционных проектов в инвестиционную программу предприятия (в этом случае инвестиционные проекты с более высоким периодом окупаемости при равенстве других показателей оценки будут предприятием отвергаться).

5. Внутренняя ставка доходности [Internal Rate of Return, IRR] является наиболее сложным показателем оценки эффективности реальных инвестиционных проектов. Она характеризует уровень доходности конкретного инвестиционного проекта, выражаемый дисконтной ставкой, по которой приводится к настоящей стоимости инвестиционных затрат. Внутреннюю ставку доходности можно охарактеризовать и как дисконтную ставку, по которой чистый приведенный доход в процессе дисконтирования будет приведен к нулю (т.е.  $BCD = i$ , при которой  $ЧПД = 0$ ). Математической формулы прямого определения показателя внутренней ставки доходности не существует. Значение этого показателя определяется косвенным методом путем решения одного из следующих уравнений:

$$\sum_{t=1}^n \frac{ЧДП_t}{(1 + BCD)^t} = ИЗ_H$$

Или

$$\text{ЧПД}_H \sum_{t=1}^n \frac{\text{ЧДП}_t}{(1 + \text{ВСД})^t} - \text{ИЗ}_H = 0$$

где ВСД — внутренняя ставка доходности по инвестиционному проекту, выраженная десятичной дробью;

ЧДП<sub>t</sub> — сумма чистого денежного потока по отдельным интервалам (t) эксплуатационной фазы проектного цикла;

ИЗ<sub>H</sub> — сумма инвестиционных затрат по проекту, приведенная к настоящей стоимости;

ЧПД<sub>H</sub> — сумма чистого приведенного дохода по проекту, приведенная к настоящей стоимости;

n—число интервалов в общем периоде проектного цикла t.

При расчете показателя внутренней ставки доходности предполагается полная капитализация всей суммы чистого денежного потока с предстоящим уровнем доходности, равному этому показателю.

Решение приведенных уравнений осуществляется методом последовательных итераций (расчетных действий).

Первая итерация предполагает установление любой примерной внутренней ставки доходности, которая, по мнению расчетчика, может привести к решению вышеприведенных уравнений (одного из них, избираемого для расчета).

Если по результатам первой итерации окажется, что принятое значение внутренней ставки доходности превышено (т.е. сумма ЧПД > 0), то последующие итерации предполагают использование более высоких значений ВСД, пока не будет достигнуто предусмотренное уравнениями равенство.

Если же по результатам первой итерации окажется, что принятое значение внутренней ставки доходности недостаточно (т.е. сумма ЧПД < 0), то последующие итерации предполагают использование более низких значений ВСД, пока не будет обеспечено предусматриваемое равенство.

Конечным результатом всех итераций является установление такого уровня внутренней ставки доходности, который обеспечит решение любого из приведенных выше уравнений.

Вычисление внутренней ставки доходности может быть осуществлено с помощью финансового калькулятора в системе соответствующих компьютерных программных средств.

Показатель внутренней ставки доходности приемлем для сравнительной оценки не только в рамках рассматриваемых инвестиционных проектов, но и в более широком диапазоне (например, в сравнении с коэффициентом рентабельности операционных активов, коэффициентом рентабельности собственного капитала, уровнем доходности по альтернативным видам инвестирования — депозитным вкладам, приобретению государственных облигаций и т.п.). На каждом предприятии может быть установлен в качестве целевого норматива показатель "минимальная внутренняя ставка доходности" и инвестиционные проекты с более низким его значением будут автоматически отклоняться как несоответствующие требованиям эффективности реального инвестирования.

Все рассмотренные показатели оценки эффективности реальных инвестиционных проектов находятся между собой в тесной взаимосвязи и позволяют оценить эту эффективность с различных сторон. Поэтому при оценке эффективности реальных инвестиционных проектов предприятия их следует рассматривать в комплексе.

Если предприятие располагает рядом альтернативных реальных инвестиционных проектов, то по результатам оценки их эффективности разрабатывается сравнительная таблица, форма которой приведена в табл. 11.1.

При составлении сравнительной таблицы значения отдельных показателей эффективности приводятся в сопоставимых для всех проектов единицах измерения, а ранговая значимость показателей формируется на регрессионной основе (т.е. наименьшая ранговая значимость — "единица" — присваивается проекту с наилучшим значением рассматриваемого показателя оценки эффективности). Обобщенная сравнительная оценка альтернативных инвестиционных проектов по критерию эффективности осуществляется двумя способами:

- а) на основе суммированной ранговой значимости всех рассматриваемых показателей (лучшими по этому критерию считаются проекты с наименьшей суммой рангов);
- б) на основе отдельных из рассмотренных показателей, которые являются для предприятия приоритетными.

Перечень рассматриваемых инвестиционных проектов	Показатели э ф ф е к т и в н о с т и и н в е с т и ц и о н н ы х п р о е к т о в									
	Чистый приведенный доход		Индекс доходности		Индекс рентабельности		Период окупаемости		Внутренняя ставка доходности	
	Количественное значение показателя	Ранговая значимость в системе рассматриваемых проектов	Количественное значение показателя	Ранговая значимость в системе рассматриваемых проектов	Количественное значение показателя	Ранговая значимость в системе рассматриваемых проектов	Количественное значение показателя	Ранговая значимость в системе рассматриваемых проектов	Количественное значение показателя	Ранговая значимость в системе рассматриваемых проектов
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Проект 1										
Проект 2										
Проект 3										
и т.д.										



# Формирование программы реальных инвестиций

На основе всесторонней оценки каждого из рассматриваемых реальных инвестиционных проектов осуществляется их окончательный отбор в формируемую предприятием инвестиционную программу.

Процесс формирования программы реальных инвестиций предприятия основывается на следующих важнейших принципах (рис. 11.8):

ПРИНЦИПЫ ФОРМИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРОГРАММЫ
1. Многокритериальность отбора проектов в инвестиционную программу
2. Дифференциация критериев отбора по видам инвестиционных проектов
3. Обеспечение сбалансированности инвестиционной программы по важнейшим параметрам
4. Учет ограничений деятельности объективных инвестиционной предприятия
5. Обеспечение связи инвестиционной программы с производственной и финансовой программой предприятия

Рисунок 11.8. Основные принципы формирования программы реальных инвестиций предприятия.

1. Многокритериальность отбора проектов в инвестиционную программу. Этот принцип позволяет учесть в процессе формирования инвестиционной программы всю систему целей инвестиционной стратегии предприятия, а также характер задач инвестиционной деятельности, возникающих под влиянием изменений внешних и внутренних факторов ее осуществления в среднесрочном периоде.

Принцип многокритериально отбора проектов в инвестиционную программу основан на ранжировании целей (задач) инвестиционной деятельности по их значимости, выделении главного целевого показателя в качестве основного критерия отбора инвестиционных проектов и использовании отдельных целевых показателей как системы соответствующих ограничений в процессе осуществления их отбора.

2. Дифференциация критериев отбора по видам инвестиционных проектов. Такая дифференциация критериев осуществляется в разрезе конкретных форм реального инвестирования по независимым, взаимосвязанным и взаимоисключающим инвестиционным проектам.

3. Учет объективных ограничений инвестиционной деятельности предприятия. При формировании программы реальных инвестиций основными из объективных ограничений инвестиционной деятельности предприятия, требующими учета, являются: предусматриваемые объемы инвестиционной деятельности в соответствии с инвестиционной стратегией; направления и формы отраслевой и региональной диверсификации инвестиционной деятельности; потенциал формирования собственных инвестиционных ресурсов; возможности привлечения заемного капитала к финансированию отдельных инвестиционных проектов; основные государственные нормативные требования к реализации инвестиционных проектов.

4. Обеспечение связи инвестиционной программы с производственной и финансовой программой предприятия. Инвестиционная деятельность предприятия осуществляется в неразрывной связи с операционной и финансовой его деятельностью. Эта связь обеспечивается комплексным формированием денежных потоков по рассматриваемым видам деятельности предприятия в рамках конкретных временных периодов. Так, реализация каждого инвестиционного проекта и инвестиционной программы в целом должна быть обеспечена соответствующим финансированием, синхронизированным с ней во времени. Возвратный поток инвестированного капитала, обеспечивающий предусматриваемую эффективность

каждого инвестиционного проекта и инвестиционной программы в целом должен быть обеспечен выпуском и реализацией соответствующей продукции в запланированных объемах и сроках.

Поэтому в процессе формирования инвестиционной программы необходимо синхронизировать ее основные параметры с соответствующими параметрами производственной и финансовой программ развития предприятия.

5. Обеспечение сбалансированности инвестиционной программы по важнейшим параметрам. Внутренняя сбалансированность инвестиционной программы предприятия обеспечивается, прежде всего, эффективным соотношением таких важнейших ее параметров как уровень доходности, риска и ликвидности. Такое соотношение параметров инвестиционной программы в целом определяется по шкале "доходность — риск" и "доходность — ликвидность" с учетом избранной инвестиционной идеологии (агрессивной, умеренной или консервативной). В процессе обеспечения сбалансированности инвестиционной программы по рассматриваемым параметрам должны быть изысканы резервы снижения уровня риска и повышения уровня ликвидности при заданном значении уровня ее доходности.

С учетом рассмотренных основных принципов формирование программы реальных инвестиций предприятия осуществляется по следующим основным этапам (рис. 11.9):

1. Выбор главного критерия отбора проектов в инвестиционную программу предприятия. Так как основной целью инвестиционного менеджмента является обеспечение максимального благосостояния собственников предприятия, достигаемое за счет роста его рыночной стоимости, главный критерий отбора проектов должен быть связан с показателями их эффективности, отражающими темп или объем прироста капитала в процессе инвестиционной деятельности. В практике инвестиционного менеджмента такое предпочтение отдается обычно показателю чистого приведенного дохода (иногда в этих целях используется также показатель внутренней ставки доходности). Выбор в качестве главного критерия отбора проектов в инвестиционную программу предприятия показателя чистого приведенного дохода связан с тем, что он дает наиболее наглядное представление о возможностях прироста собственного капитала (а соответственно и рыночной стоимости предприятия) как в абсолютном, так и в относительном выражении.

ЭТАПЫ ФОРМИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРОГРАММЫ ПРЕДПРИЯТИЯ
1. Выбор главного критерия отбора проектов в инвестиционную программу предприятия
2. Дифференциация количественных значений главного критерия отбора по видам инвестиционных проектов для обоснования скрининговых инвестиционных решений
3. Построение системы ограничений отбора проектов в инвестиционную программу по избранному главному критерию
4. Ранжирование рассматриваемых инвестиционных проектов по главному критерию и системе ограничений
5. Формирование инвестиционной программы в условиях ограничений параметров операционной деятельности
6. Формирование инвестиционной программы в условиях ограничений средневзвешенной стоимости инвестиционных ресурсов
7. Формирование инвестиционной программы в условиях ограничений общего объема инвестиционных ресурсов
8. Оценка сформированной инвестиционной программы по уровню доходности, риска и ликвидности

Рисунок 11.9. Основные этапы формирования программы реальных инвестиций предприятия.

2. Дифференциация количественных значений главного критерия отбора по видам инвестиционных проектов для обоснования скрининговых инвестиционных решений. В целях осуществления отбора инвестиционных проектов по избранному главному критерию, он должен иметь определенное количественное значение. В практике инвестиционного менеджмента это количественное значение главного критериального показателя отбора дифференцируется обычно по формам осуществления реальных инвестиций (проекты, обеспечивающие разные формы реального инвестирования могут иметь различные количественные значения главного критериального показателя), а также по характеру самих проектов. В частности, дифференциация количественных значений главного критерия отбора производится по независимым, взаимосвязанным и взаимоисключающим инвестиционным проектам.

По независимым инвестиционным проектам количественным значением главного критерия отбора выступает обычно целевой стратегический норматив эффективности инвестиционной деятельности (целевой норматив одного из показателей оценки эффективности инвестиционных проектов при их отборе).

По взаимозависимым инвестиционным проектам аналогичный критерий принимается не по каждому конкретному инвестиционному проекту, а по всему взаимосвязанному их комплексу.

По взаимоисключающим инвестиционным проектам отбор осуществляется по наивысшим значениям избранного главного критериального показателя (на основе сравнительной его оценки).

Дифференциация количественных значений главного критерия отбора позволяет обосновывать "скрининговые инвестиционные решения" на первом этапе формирования программы реальных инвестиций. Под этим термином понимается отсев из общего множества рассматриваемых инвестиционных проектов тех из них, которые не соответствуют количественному значению главного критерия их отбора в инвестиционную программу предприятия.

3. Построение системы ограничений отбора проектов в инвестиционную программу по избранному главному критерию. Система ограничений, устанавливаемая в процессе отбора реальных инвестиционных проектов в формируемую инвестиционную программу предприятия, включает обычно основные и вспомогательные нормативные показатели.

В качестве основных ограничивающих нормативных показателей устанавливаются обычно следующие:

- один из альтернативных показателей эффективности проекта (например, при главном критериальном показателе — чистый приведенный доход, ограничивающими показателями эффективности могут быть избраны: минимальная внутренняя ставка доходности или максимальный дисконтированный период окупаемости проекта);
- максимально допустимый уровень общего риска проекта;
- максимально допустимый период или минимальный коэффициент ликвидности инвестиций.

В качестве вспомогательных ограничивающих нормативных показателей могут быть использованы следующие:

- уровень готовности инвестиционного проекта к реализации (наличие заверщенного бизнес-плана; завершенность проектных работ; апробированность схем финансирования проекта и т.п.);
- предполагаемый период осуществления инвестиционной стадии проекта (до его выхода на эксплуатационную стадию и начала формирования возвратного денежного потока);
- уровень реализуемости проекта (по экономическим, технико-технологическим, экономическим и другим параметрам);
- инновационный уровень проекта (его соответствие последним достижениям технологического прогресса);
- возможность диверсификации риска инвестиционной программы предприятия за счет отраслевой или региональной направленности проекта;
- синхронность формирования предусматриваемых денежных потоков по реализации инвестиционного проекта и его финансированию из различных источников;
- возможность отсрочки реализации инвестиционного проекта без существенного ущерба для реализации стратегических целей развития предприятия.

Построение системы ограничений отбора проектов позволяет углубить обоснование скрининговых инвестиционных решений в процессе формирования программы реальных инвестиций предприятия.

4. Ранжирование рассматриваемых инвестиционных проектов по главному критерию и системе ограничений. Процесс такого ранжирования состоит из нескольких этапов. На первом этапе инвестиционные проекты после соответствующей скрининговой очистки ранжируются по избранному главному критерию их отбора в инвестиционную программу предприятия (методика такого ранжирования проектов по показателям оценки их эффективности рассмотрена ранее).

На втором этапе инвестиционные проекты, намечаемые к включению в программу реальных инвестиций предприятия ранжируются по каждому из показателей, включенных в систему ограничений их отбора (по методике, аналогичной ранжированию проектов по главному критерию их отбора).

На третьем этапе путем задания конкретной значимости каждого ограничения для инвестиционной деятельности предприятия отдельные ранговые значения инвестиционных проектов интегрируются в единый ранговый их показатель по всей системе ограничений. К установлению конкретной значимости ограничений могут быть привлечены эксперты.

На четвертом этапе ранжирование отдельных инвестиционных проектов по избранному главному критерию уточняется с учетом интегрального рангового их значения по системе ограничений.

5. Формирование инвестиционной программы в условиях ограничений параметров операционной деятельности. В практике инвестиционного менеджмента часто

встречается ситуация, когда приоритетом инвестиционной деятельности предприятия на отдельных этапах его стратегического развития выступает необходимость быстрого выхода на заданные объемы производства и реализации продукции (при стратегии ускоренного роста, стратегии ускоренной отраслевой или региональной диверсификации операционной деятельности и т.п.). В этом случае программа реальных инвестиций предприятия формируется по критерию отбора инвестиционных проектов на основе показателя производительности инвестируемого капитала (в этих целях ранжирование инвестиционных проектов осуществляется по показателю объема производства или реализации продукции на единицу инвестируемого капитала).

Для решения этой задачи разрабатывается специальная модель оптимизации инвестиционной программы предприятия при заданной производственной программе (заданном объеме прироста производства или реализации продукции). Исходными условиями построения такой модели являются:

- рассматриваемые инвестиционные проекты являются независимыми, т.е. исключают друг друга;
- к моменту формирования инвестиционной программы уже определен необходимый прирост производства (реализации) продукции в соответствии со стратегическими целями развития предприятия;
- в процессе предварительного рассмотрения инвестиционных проектов предприятия проведено их ранжирование по показателю объема производства (реализации) продукции на единицу инвестированного капитала (при соответствующей скрининговой их очистке по системе избранных ограничений).

Графически указанная модель формирования инвестиционной программы предприятия представлена на рис. 11.10.

Как видно из приведенного рисунка в условиях рассматриваемого ограничения инвестиционная программа предприятия может быть сформирована за счет инвестиционных проектов "А", "Б", "В", "Г" и "Д" (все остальные проекты по этому критерию должны быть отвергнуты). В этом случае заданный объем прироста операционной деятельности будет обеспечен при минимальной сумме инвестируемого капитала в реализацию проектов.

6. Формирование инвестиционной программы в условиях ограничений средневзвешенной стоимости инвестиционных ресурсов. Такая ситуация возникает в том случае, если реализация инвестиционных проектов связана с использованием заемного капитала, объем и стоимость привлечения которого возрастают при расширении объемов инвестиционной деятельности. Исходными условиями построения модели решения этой задачи являются:

- рассматриваемые инвестиционные проекты являются независимыми, т.е. не исключают друг друга;

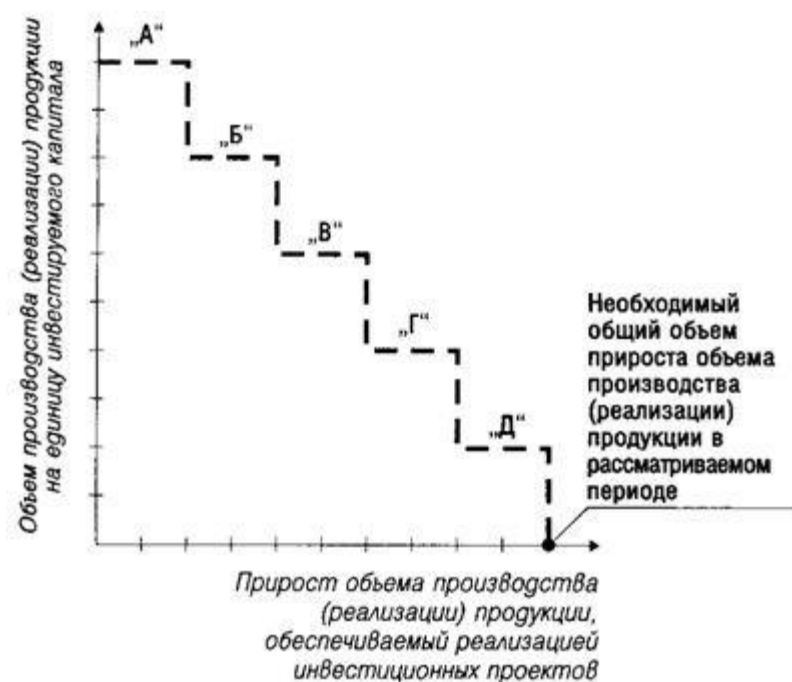


Рисунок 11.10. Графическая модель формирования инвестиционной программы предприятия в условиях ограничения параметров операционной деятельности.

- при формировании инвестиционной программы четко определены показатели предельной стоимости инвестиционных ресурсов (ПСИР) при увеличении объема дополнительного привлечения капитала;
- в процессе рассмотрения инвестиционных проектов предприятия произведено предварительное их ранжирование по показателю внутренней ставки доходности (ВСД), который в этих целях избирается как главный критериальный показатель их отбора в инвестиционную программу (при соответствующей скрининговой их очистке по системе избранных ограничений).

Графически модель формирования инвестиционной программы в условиях ограничений средневзвешенной стоимости инвестиционных ресурсов представлена на 1 рис. 11.11.



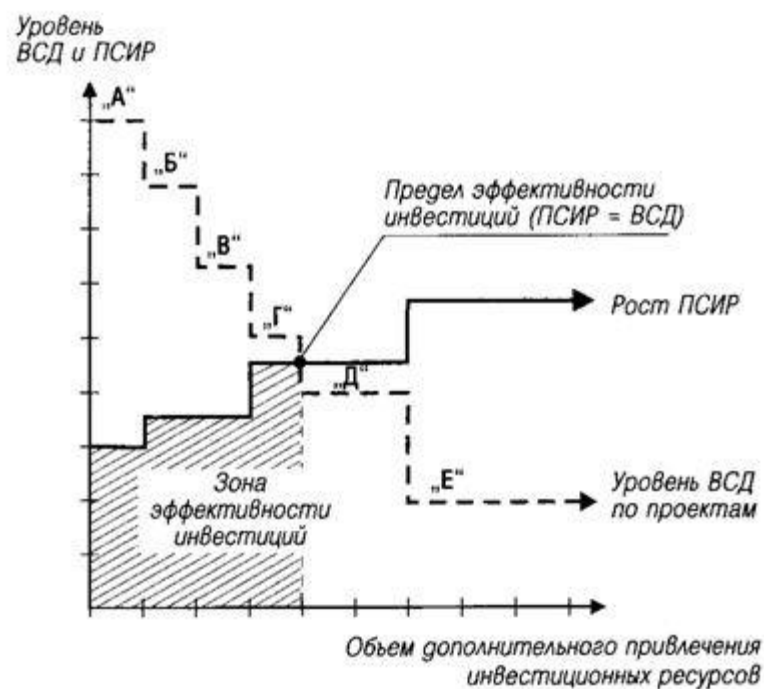


Рисунок 11.11. Графическая модель формирования инвестиционной программы предприятия в условиях ограничений средневзвешенной стоимости инвестиционных ресурсов.

Как видно из результатов сопоставления, для реализации в системе формируемой инвестиционной программы предприятия могут быть приняты лишь инвестиционные проекты "А", "Б", "В" и "Г", уровень внутренней ставки доходности (ВСД) по которым превышает показатель предельной стоимости дополнительно привлекаемого для этого капитала (ПСИР). По этому же критерию оценки инвестиционные проекты "Д" и "Е" должны быть отвергнуты.

7. Формирование инвестиционной программы в условиях ограничений общего объема инвестиционных ресурсов. Такая ситуация возникает в том случае, если возможности формирования собственных инвестиционных ресурсов у предприятия ограничены, а объем заимствований капитала сверх определенных пределов может отрицательно отразиться на состоянии его финансовой устойчивости и платежеспособности. Исходные условия построения модели, решающей эту задачу, те же, что и в предыдущем случае. Они дополняются лишь общим объемом возможного привлечения предприятием инвестиционных ресурсов для реализации реальных проектов, включаемых в его инвестиционную программу.

Графически модель формирования инвестиционной программы предприятия в условиях ограничений общего объема инвестиционных ресурсов представлена на рис. 11.12.

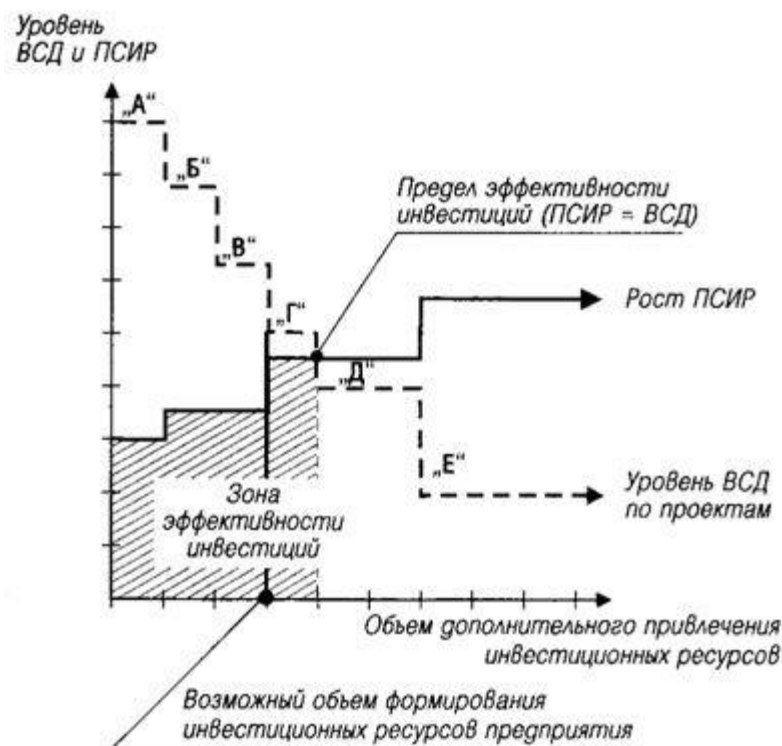


Рисунок 11.12. Графическая модель формирования инвестиционной программы предприятия в условиях ограничений общего объема инвестиционных ресурсов. Из приведенного рисунка видно, что в условиях рассматриваемого ограничения инвестиционная программа предприятия может быть сформирована за счет инвестиционных проектов "А", "Б" и "В" (все остальные проекты по этому критерию должны быть отвергнуты).

8. Оценка сформированной инвестиционной программы по уровню доходности, риска и ликвидности. Совокупная оценка сформированной инвестиционной программы предприятия по этим показателям позволяет оценить эффективность всей работы по ее формированию.

Уровень доходности инвестиционной программы определяется на основе общего показателя чистого приведенного дохода или чистой инвестиционной прибыли по всем включенным в нее инвестиционным проектам (рассчитанным в единой размерности времени).

Уровень риска инвестиционной программы определяется путем расчета коэффициента вариации по ней (по ожидаемому уровню варибельности показателей чистого денежного потока или чистой инвестиционной прибыли).

Уровень ликвидности инвестиционной программы определяется на основе средневзвешенного коэффициента ликвидности инвестиций по отдельным проектам (взвешенным на объем необходимых инвестиционных ресурсов по ним).

Окончательное формирование инвестиционной программы предприятия осуществляется с учетом всех трех ее параметров исходя из приоритетов, определяемых предприятием. Этот процесс характеризуется в инвестиционном менеджменте как обоснование "преферентивных инвестиционных решений". Под этим термином понимается окончательный отбор наиболее предпочтительных для предприятия инвестиционных проектов в его инвестиционную программу, обеспечивающую реализацию его инвестиционной стратегии.

# Особенности и формы финансового инвестирования предприятий

Функциональная направленность операционной деятельности предприятий, не являющихся институциональными инвесторами, определяет в качестве приоритетной формы осуществление реальных инвестиций. Однако на отдельных этапах развития предприятия оправдано осуществление и финансовых инвестиций. Такая направленность инвестиций может быть вызвана необходимостью эффективного использования инвестиционных ресурсов, формируемых до начала осуществления реального инвестирования по отобранным инвестиционным проектам; в случаях, когда, конъюнктура финансового (в первую очередь фондового) рынка позволяет получить значительно больший уровень прибыли на вложенный капитал, чем операционная деятельность на "затухающих" товарных рынках; при наличии временно свободных денежных активов, связанной с сезонной деятельностью предприятия; в случаях намечаемого "захвата" других предприятий в преддверии отраслевой, товарной или региональной диверсификации своей деятельности путем вложения капитала в их уставные фонды (или приобретения ощутимого пакета их акций) и в ряде других аналогичных случаев. Поэтому финансовые инвестиции рассматриваются как активная форма эффективного использования временно свободного капитала или как инструмент реализации стратегических целей, связанных с диверсификацией операционной деятельности предприятия. Осуществление финансовых инвестиций характеризуется рядом особенностей, основными из которых являются:

1. Финансовые инвестиции являются независимым видом хозяйственной деятельности для предприятий реального сектора экономики. Эта независимость проявляется как по отношению к операционной деятельности таких предприятий, так и по отношению к процессу их реального инвестирования. Стратегические операционные задачи развития таких предприятий финансовые инвестиции решают лишь в ограниченных формах (путем вложения капитала в уставные фонды и приобретения контрольных пакетов акций других предприятий).
2. Финансовые инвестиции являются основным средством осуществления предприятием внешнего инвестирования. Все основные формы и инструменты финансовых инвестиций имеют внешнюю направленность инвестируемого капитала, выходящего за рамки воспроизводственных процессов своего предприятия. С помощью финансовых инвестиций предприятия имеют возможность осуществлять внешнее инвестирование как в пределах своей страны, так и за рубежом.
3. В системе совокупных инвестиционных потребностей предприятий реального сектора экономики финансовые инвестиции формируют инвестиционных потребностей второго уровня (второй очереди). Они осуществляются такими предприятиями обычно после того, как удовлетворены его потребности в реальном инвестировании капитала. В связи с этой особенностью финансовые инвестиции, как правило, не осуществляются на таких ранних стадиях жизненного цикла предприятия, как "рождение", "детство" и "юность". Возможность достаточно обширного удовлетворения потребности в финансовых инвестициях появляется у предприятия, как правило, лишь на стадии "ранняя зрелость".
4. Стратегические финансовые инвестиции предприятия позволяют ему реализовать отдельные стратегические цели своего развития более быстрым и дешевым путем. Так, при отраслевой или региональной диверсификации операционной деятельности, наращении объемов производства и реализации продукции путем "захвата" предприятий-конкурентов в своем сегменте рынка и других аналогичных случаях вместо приобретения целостных имущественных комплексов или строительства новых объектов, предприятие путем соответствующих форм финансового инвестирования может приобрести контрольный пакет акций (контрольную долю в уставном

фонде) интересующих его субъектов хозяйствования, максимальная сумма покупки которых составляет немногим более половины реальной рыночной стоимости их бизнеса (50% плюс одна акция). В процессе стратегического финансового инвестирования предприятия обычно не преследуют цели максимизации текущего инвестиционного дохода; более того, отдельные стратегические финансовые инвестиции могут осуществляться предприятием и при отрицательном значении текущего инвестиционного дохода в расчете на обеспечение долговременного прироста капитала.

5. Портфельные финансовые инвестиции используются предприятиями реального сектора экономики в основном в двух целях: получения дополнительного инвестиционного дохода в процессе использования свободных денежных активов и их противоинфляционной защиты. Целенаправленное формирование инвестиционных ресурсов для осуществления портфельных финансовых инвестиций такие предприятия, как правило, не производят. И хотя обычно финансовые инвестиции обеспечивают более низкий уровень прибыли, чем функционирующие операционные активы предприятия, они формируют дополнительный ее приток в периоды, когда временно свободный капитал не может быть эффективно использован для расширения операционной деятельности.

6. Финансовые инвестиции предоставляют предприятию наиболее широкий диапазон выбора инструментов инвестирования по шкале "доходность—риск". В сравнении с реальным инвестированием эта шкала значительно шире — она включает группу как безрисковых, так и высокорисковых (спекулятивных) инструментов инвестирования, позволяя инвестору осуществлять свою инвестиционную политику в широком диапазоне: от крайне консервативной до крайне агрессивной.

7. Финансовые инвестиции предоставляют предприятию достаточно широкий диапазон выбора инструментов инвестирования и по шкале "доходность-ликвидность". Хотя в сравнении с реальными инвестициями они характеризуются более высоким уровнем ликвидности, этот уровень варьирует в очень широких пределах.

8. Процесс обоснования управленческих решений, связанных с осуществлением финансовых инвестиций, является более простым и менее трудоемким. Он не связан с существенными прединвестиционными затратами финансовых средств, аналогичными подготовке реальных инвестиционных проектов; алгоритмы оценки эффективности финансовых инвестиций носят более дифференцированный характер по отношению к объектам инвестирования, что повышает надежность осуществления такой оценки; реализация принятых управленческих решений в сфере финансового инвестирования занимает минимум времени.

9. Высокая колеблемость конъюнктуры финансового рынка в сравнении с товарным определяет необходимость осуществления более активного мониторинга в процессе финансового инвестирования. Соответственно и управленческие решения, связанные с осуществлением финансового инвестирования, носят более оперативный характер. Финансовое инвестирование осуществляется предприятием в следующих основных формах (рис. 12.1).

1	ВЛОЖЕНИЕ КАПИТАЛА В УСТАВНЫЕ ФОНДЫ /СОВМЕСТНЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ
	1. ФОРМЫ ФИНАНСОВОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ
	2. ВЛОЖЕНИЕ КАПИТАЛА В ДОХОДНЫЕ ВИДЫ ФОНДОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ
	3. ВЛОЖЕНИЕ КАПИТАЛА В ДОХОДНЫЕ ВИДЫ ДЕНЕЖНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Рисунок 12.1. Основные формы финансового инвестирования, осуществляемые предприятием.

1. Вложение капитала в уставные фонды совместных предприятий. Эта форма финансового инвестирования имеет наиболее тесную связь с операционной деятельностью предприятия. Она обеспечивает упрочение стратегических хозяйственных связей с поставщиками сырья и материалов (при участии в их уставном капитале); развитие своей производственной инфраструктуры (при вложении капитала в транспортные и другие аналогичные предприятия); расширение возможностей сбыта продукции или проникновение на другие региональные рынки (путем вложения капитала в уставные фонды предприятий торговли); различные формы отраслевой и товарной диверсификации операционной деятельности и другие стратегические направления развития предприятия. По своему содержанию эта форма финансового инвестирования во многом подменяет реальное инвестирование, являясь при этом менее капиталоемкой и более оперативной. Приоритетной целью этой формы инвестирования является не столько получение высокой инвестиционной прибыли (хотя минимально необходимый ее уровень должен быть обеспечен), сколько установление форм финансового влияния на предприятия для обеспечения стабильного формирования своей операционной прибыли.

2. Вложение капитала в доходные виды денежных инструментов. Эта форма финансового инвестирования направлена прежде всего на эффективное использование временно свободных денежных активов предприятия. Основным видом денежных инструментов инвестирования является депозитный вклад в коммерческих банках.

3. Вложение капитала в доходные виды фондовых инструментов. Эта форма финансовых инвестиций является наиболее массовой и перспективной. Она характеризуется вложением капитала в различные виды ценных бумаг, свободно обращающихся на фондовом рынке (так называемые "рыночные ценные бумаги"). Использование этой формы финансового инвестирования связано с широким выбором альтернативных инвестиционных решений как по инструментам инвестирования, так и по его срокам; более высоким уровнем государственного регулирования и защищенности инвестиций; развитой инфраструктурой фондово-го рынка; наличием оперативно предоставляемой информации о состоянии и конъюнктуре фондового рынка в разрезе отдельных его сегментов и другими факторами.

Основной целью этой формы финансового инвестирования также является генерирование инвестиционной прибыли, хотя в отдельных случаях она может быть использована для установления форм финансового влияния на отдельные компании при решении стратегических задач (путем приобретения контрольного или достаточного весомого пакета акций).

С учетом особенностей и форм финансового инвестирования организуется управление им на предприятии.

Управление финансовыми инвестициями предприятия представляет собой систему принципов и методов обеспечения выбора наиболее эффективных финансовых инструментов вложения капитала и своевременного его реинвестирования.

Управление финансовыми инвестициями подчинено общей инвестиционной политике предприятия и направлено на достижение его инвестиционных целей.

Процесс управления финансовыми инвестициями предприятия осуществляется по следующим основным этапам (рис. 12.2):

ЭТАПЫ УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСОВЫМИ ИНВЕСТИЦИЯМИ
1. Анализ состояния финансового инвестирования в предшествующем периоде
2. Определение объема финансового инвестирования в предстоящем периоде
3. Выбор форм финансового инвестирования
4. Оценка инвестиционных качеств отдельных финансовых инструментов
5. Формирование портфеля финансовых инвестиций
6. Обеспечение эффективного текущего управления портфелем финансовых инвестиций

Рисунок 12.2. Основные этапы управления финансовыми инвестициями предприятия.

1. Анализ состояния финансового инвестирования в предшествующем периоде.

Основной целью проведения такого анализа является изучение тенденций динамики масштабов, форм и эффективности финансового инвестирования на предприятии в ретроспективе.

На первой стадии анализа изучается общий объем инвестирования капитала в финансовые активы, определяются темпы изменения этого объема и удельного веса финансового инвестирования в общем объеме инвестиций предприятия в предплановом периоде.

На второй стадии анализа исследуются основные формы финансового инвестирования, их соотношение, направленность на решение стратегических задач развития предприятия.

На третьей стадии анализа изучается состав конкретных финансовых инструментов инвестирования, их динамика и удельный вес в общем объеме финансового инвестирования.

На четвертой стадии анализа оценивается уровень доходности отдельных финансовых инструментов и финансовых инвестиций в целом. Он определяется как отношение суммы доходов, полученных в разных формах по отдельным финансовым инструментам (с ее корректировкой на индекс инфляции), к сумме инвестированных в них средств. Уровень доходности финансовых инвестиций предприятия сопоставляется со средним уровнем доходности на финансовом рынке и уровнем рентабельности собственного капитала.

На пятой стадии анализа оценивается уровень риска отдельных финансовых инструментов инвестирования и их портфеля в целом. Такая оценка осуществляется путем расчета коэффициента вариации полученного инвестиционного дохода за ряд предшествующих отчетных периодов. Рассчитанный уровень риска сопоставляется с уровнем доходности инвестиционного портфеля и отдельных финансовых инструментов инвестирования (соответствие этих показателей рыночной шкале "доходность-риск").

На шестой стадии анализа оценивается уровень ликвидности отдельных финансовых инструментов инвестирования и их портфеля в целом. Оценка этого показателя производится на основе расчета коэффициента ликвидности инвестиций на дату проведения анализа (в последнем отчетном периоде).

Рассчитанный уровень ликвидности сопоставляется с уровнем доходности инвестиционного портфеля и отдельных финансовых инструментов инвестирования. Проведенный анализ позволяет оценить объем и эффективность портфеля финансовых инвестиций предприятия в предшествующем периоде.



2. Определение объема финансового инвестирования в предстоящем периоде. Этот объем на предприятиях, которые не являются институциональными инвесторами, обычно небольшой и определяется размером свободных финансовых средств, заранее накапливаемых для осуществления предстоящих реальных инвестиций или других расходов будущего периода. Заемные средства к финансовому инвестированию предприятия обычно не привлекаются (за исключением отдельных периодов, когда уровень доходности ценных бумаг существенно превосходит уровень ставки процента за кредит).

Объем долгосрочного финансового инвестирования определяется в процессе решения задач эффективного использования инвестиционных ресурсов для реализации реальных инвестиционных проектов, страховых и иных целевых фондов предприятия, формируемых на долгосрочной основе.

3. Выбор форм финансового инвестирования. В рамках планируемого объема финансовых средств, выделяемых на эти цели, определяются конкретные формы этого инвестирования, рассмотренные выше. Выбор этих форм зависит от характера задач, решаемых предприятием в процессе своей хозяйственной деятельности. Решение стратегических задач развития операционной деятельности связано с выбором таких форм финансового инвестирования, как вложение капитала в уставные фонды совместных предприятий и приобретение контрольного пакета акций отдельных компаний, представляющих стратегический интерес для целей диверсификации этой деятельности.

Решение задач прироста капитала в долгосрочном периоде связано, как правило, с его вложениями в долгосрочные фондовые и денежные инструменты, прогнозируемая доходность которых с учетом уровня риска удовлетворяет инвестора. Решение задач получения текущего дохода и противоинфляционной защиты временно свободных денежных активов связано, как правило, с выбором краткосрочных денежных или долговых фондовых инструментов инвестирования, реальный уровень доходности которых не ниже сложившейся нормы прибыли на инвестируемый капитал (соответствующей шкале "доходность—риск").

4. Оценка инвестиционных качеств отдельных финансовых инструментов. Методы такой оценки дифференцируются в зависимости от видов этих инструментов; основным показателем оценки выступает уровень их доходности, риска и ликвидности. В процессе оценки подробно исследуются факторы, определяющие инвестиционные качества различных видов финансовых инструментов инвестирования — акций, облигаций, депозитных вкладов в коммерческих банках и т.п. В системе такого анализа получают отражение оценка инвестиционной привлекательности отраслей экономики и регионов страны, в которой осуществляет свою хозяйственную деятельность тот или иной эмитент ценных бумаг. Важную роль в процессе оценки играет также характер обращения тех или иных финансовых инструментов инвестирования на организованном и неорганизованном инвестиционном рынке.

5. Формирование портфеля финансовых инвестиций. Это формирование осуществляется с учетом оценки инвестиционных качеств отдельных финансовых инструментов. В процессе их отбора в формируемый портфель учитываются следующие основные факторы: тип портфеля финансовых инвестиций, формируемый в соответствии с его приоритетной целью; необходимость диверсификации финансовых инструментов портфеля; необходимость обеспечения высокой ликвидности портфеля и другие. Особая роль в формировании портфеля финансовых инвестиций отводится обеспечению соответствия целей его формирования стратегическим целям инвестиционной деятельности в целом.

Сформированный с учетом изложенных факторов портфель финансовых инвестиций должен быть оценен по соотношению уровня доходности, риска и ликвидности с тем, чтобы убедиться в том, что по своим параметрам он соответствует тому типу портфеля, который определен целями его формирования. При необходимости усиления целенаправленности портфеля в него вносятся необходимые коррективы.

6. Обеспечение эффективного текущего управления портфелем финансовых

инвестиций. При существенных изменениях конъюнктуры финансового рынка инвестиционные качества отдельных финансовых инструментов снижаются. В процессе оперативного управления портфелем финансовых инвестиций обеспечивается своевременная его реструктуризация с целью поддержания целевых параметров его первоначального формирования.

Таким образом, в процессе осуществления стратегического управления финансовыми инвестициями определяются основные параметры инвестиционной деятельности предприятия в этой сфере и ее важнейшие критерии.

## Факторы, определяющие инвестиционные качества отдельных финансовых инструментов инвестирования

В процессе осуществления финансового инвестирования во всех его формах одной из важнейших задач является оценка инвестиционных качеств отдельных финансовых инструментов, обращающихся на рынке.

Оценка инвестиционных качеств финансовых инструментов представляет собой интегральную характеристику отдельных их видов, осуществляемую инвестором с учетом целей формирования инвестиционного портфеля.

Направленность финансовых инвестиций предприятий в последнее время все больше ориентируется на фондовые инструменты. Различные инструменты фондового рынка составляют сейчас до 80% общего объема финансовых инвестиций предприятия. Это определяет необходимость более подробной характеристики инвестиционных качеств отдельных фондовых инструментов инвестирования.

С позиций особенностей присущих им инвестиционных качеств фондовые инструменты классифицируются по следующим основным признакам (рис. 12.3).

1. По степени предсказуемости инвестиционного дохода разделяют долговые и долевыми ценные бумаги.

Долговые ценные бумаги характеризуется четкой предсказуемостью инвестиционного дохода, размер которого можно определить в любой момент их обращения.

Предсказуемость уровня инвестиционного дохода позволяет без особых проблем сопоставлять инвестиционные качества Долговых ценных бумаг как по шкале "доходность—риск", так и по шкале "доходность—ликвидность".

КЛАССИФИКАЦИЯ ФОНДОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ПО СПЕЦИФИКЕ ИХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ КАЧЕСТВ
ПО СТЕПЕНИ ПРЕДСКАЗУЕМОСТИ ИНВЕСТИЦИОННОГО ДОХОДА
Долговые ценные бумаги
Долевые ценные бумаги
ПО УРОВНЮ РИСКА, СВЯЗАННОГО С ХАРАКТЕРОМ ЭМИТЕНТА
Государственные ценные бумаги
Ценные бумаги муниципальных органов
Ценные бумаги, эмитированные банками
Ценные бумаги предприятий
Ценные бумаги прочих эмитентов
ПО УРОВНЮ РИСКА И ЛИКВИДНОСТИ, СВЯЗАННЫМИ С ПЕРИОДОМ ОБРАЩЕНИЯ
Краткосрочные ценные бумаги
Долгосрочные ценные бумаги
ПО УРОВНЮ ЛИКВИДНОСТИ, СВЯЗАННОМУ С ХАРАКТЕРОМ ВЫПУСКА И ОБРАЩЕНИЯ
Именные ценные бумаги
Ценные бумаги на предъявителя

Рисунок 12.1. Классификация фондовых инструментов по специфике их инвестиционных качеств.

Кроме того, долговые ценные бумаги имеют приоритетные права погашения обязательств при банкротстве эмитента, что значительно снижает уровень несистематического их риска.

Долевые ценные бумаги характеризуются низким уровнем предсказуемости их инвестиционного дохода, который оценивается по двум параметрам — уровню предстоящих выплат дивидендов и приросту курсовой стоимости фондового инструмента. По этим ценным бумагам при эффективной хозяйственной деятельности эмитента возможно получение более высокого уровня инвестиционного дохода в сравнении с долговыми ценными бумагами того же эмитента. При этом для долевых ценных бумаг характерна более высокая степень корреляции доходов с темпами инфляции. Вместе с тем, нестабильность инвестиционного дохода делает их более рисковыми инструментами инвестирования, так как они не защищены ни от систематического, ни от несистематического видов рисков. Низкая эффективность хозяйственной деятельности эмитента может привести не только к потере инвестиционного дохода по долевым ценным бумагам, но и к частичной (а в случае банкротства — и полной) потере вложенного в них капитала.

2. По уровню риска, связанного с характером эмитента, выделяют следующие виды фондовых инструментов инвестирования:

Государственные ценные бумаги. Они представлены в основном долговыми обязательствами и имеют наименьший уровень инвестиционного риска. Отдельные виды государственных ценных бумаг рассматриваются даже в качестве эталона безрисковых инвестиций. Вместе с тем, уровень инвестиционного дохода по таким ценным бумагам, как правило, наиболее низкий. При этом путем изменения ставки рефинансирования (учетной ставки центрального банка) государство имеет возможность влиять на реальный уровень инвестиционного дохода по своим ценным бумагам в периоды резких колебаний конъюнктуры финансового рынка.

Ценные бумаги муниципальных органов. Уровень инвестиционных качеств таких

ценных бумаг (как правило, долговых) в значительной степени определяется уровнем инвестиционной привлекательности соответствующих регионов. Хотя ценные бумаги такого вида трудно отнести к безрисковым, уровень инвестиционного риска по ним обычно невысокий. Соответственно невысоок и уровень инвестиционного дохода по ним.

Ценные бумаги, эмитированные банками. Инвестиционные качества этих фондовых инструментов считаются достаточно высокими, так как уровень доходности по ним обычно выше, чем по государственным и муниципальным ценным бумагам. Кроме того, система экономических нормативов банковской деятельности и высокий уровень государственного контроля за их деятельностью снижают потенциальный уровень риска инвестирования в ценные бумаги этих эмитентов (хотя случаи финансовой несостоятельности банков не такие редкие).

Ценные бумаги предприятий. Этот вид финансовых инструментов инвестирования в нашей стране обладает низкими инвестиционными качествами. Это вызвано низкой эффективностью хозяйственной деятельности большинства предприятий на современном этапе (особенно корпоративизированных государственных предприятий), вследствие чего по акциям многих из них не выплачиваются даже дивиденды. Уровень инвестиционного риска по ценным бумагам предприятий (особенно относящихся к категории "венчурных") наиболее высокий. Кроме того, этот тип ценных бумаг в целом характеризуется самым низким уровнем ликвидности на фондовом рынке.

3. По уровню риска и ликвидности, связанными с периодом обращения, выделяют следующие фондовые инструменты инвестирования:

Краткосрочные ценные бумаги. Период их обращения определяет достаточно высокий уровень их ликвидности на фондовом рынке. Кроме того, короткий период их обращения в значительной степени снижает уровень инвестиционного риска, связанного с изменением конъюнктуры финансового рынка и финансового состояния их эмитентов. В то же время, относительно низкий уровень риска и достаточно высокий уровень их ликвидности определяют сравнительно невысокий уровень инвестиционного дохода по таким фондовым инструментам.

Долгосрочные ценные бумаги. Уровень инвестиционных качеств таких фондовых инструментов определяется противоположными характеристиками — низким уровнем ликвидности (при прочих равных условиях) и соответственно более высоким уровнем инвестиционного риска. Соответственно по таким фондовым инструментам предлагается и более высокий уровень инвестиционного дохода.

4. По уровню ликвидности, связанному с характером выпуска и обращения, фондовые инструменты инвестирования подразделяются на следующие виды:

Именные ценные бумаги. В связи со сложной процедурой их оформления и более глубоким контролем эмитента за их обращением эти ценные бумаги обладают очень низкой ликвидностью.

Ценные бумаги на предъявителя. Указанная особенность выпуска таких фондовых инструментов не препятствует процессу их свободного обращения, а соответственно и повышает потенциальный уровень их ликвидности.

Следует отметить, что приведенная классификация дает лишь обобщенную групповую характеристику инвестиционных качеств отдельных фондовых инструментов.

# Оценка стоимости отдельных финансовых инструментов инвестирования

Эффективность отдельных финансовых инструментов инвестирования, как и реальных инвестиций, определяется на основе сопоставления объема инвестиционных затрат, с одной стороны, и сумм возвратного денежного потока по ним, с другой. Вместе с тем, формирование этих показателей в условиях финансового инвестирования имеет существенные отличительные особенности. Прежде всего, в сумме возвратного денежного потока при финансовом инвестировании отсутствует показатель амортизационных отчислений, так как финансовые инструменты, в отличие от реальных инвестиций, не содержат в своем составе амортизируемых активов. Поэтому основу текущего возвратного денежного потока по финансовым инструментам инвестирования составляют суммы периодически выплачиваемых по ним процентов (на вклады в уставные фонды; на депозитные вклады в банках; по облигациям и другим долговым ценным бумагам) и дивидендов (по акциям и другим долевым ценным бумагам). Кроме того, коль скоро финансовые активы предприятия (каковыми являются финансовые инструменты инвестирования) не амортизируются, они продаются (погашаются) в конце срока их использования предприятием (или в конце обусловленного фиксированного срока их обращения) по той цене, которая сложилась на них на момент продажи на финансовом рынке (или по заранее обусловленной фиксированной их сумме). Следовательно, в состав возвратного денежного потока по финансовым инструментам инвестирования входит стоимость их реализации по окончании срока их использования (фиксированной стоимости по долговым финансовым активам и текущей курсовой стоимости по долевым финансовым активам). Определенные отличия складываются и в формировании нормы прибыли на инвестированный капитал. Если по реальным инвестициям этот показатель опосредствуется уровнем предстоящей операционной прибыли, которая складывается в условиях объективно существующих отраслевых ограничений, то по финансовым инвестициям инвестор сам выбирает ожидаемую норму прибыли с учетом уровня риска вложений в различные финансовые инструменты. Осторожный (или консервативный) инвестор предпочтет выбор финансовых инструментов с невысоким уровнем риска (а соответственно и с невысокой нормой инвестиционной прибыли), в то время как рисковый (или агрессивный) инвестор предпочтет выбор для инвестирования финансовых инструментов с высокой нормой инвестиционной прибыли (незвизая на высокий уровень риска по ним). Коль скоро ожидаемая норма инвестиционной прибыли задается самим инвестором, то этот показатель формирует и сумму инвестиционных затрат в тот или иной инструмент финансового инвестирования, которая должна обеспечить ему ожидаемую сумму прибыли. Эта расчетная сумма инвестиционных затрат представляет собой реальную стоимость финансового инструмента инвестирования, которая складывается в условиях ожидаемой нормы прибыли по нему с учетом соответствующего уровня риска. Если фактическая сумма инвестиционных затрат по финансовому инструменту будет превышать его реальную стоимость, то эффективность финансового инвестирования снизится (т.е. инвестор не получит ожидаемую сумму инвестиционной прибыли). И наоборот, если фактическая сумма инвестиционных затрат будет ниже реальной стоимости финансового инструмента, то эффективность финансового инвестирования возрастет (т.е. инвестор получит инвестиционную прибыль в сумме, большей чем ожидаемая). С учетом изложенного оценка эффективности того или иного финансового инструмента инвестирования сводится к оценке реальной его стоимости,

обеспечивающей получение ожидаемой нормы инвестиционной прибыли по нему. Принципиальная модель оценки стоимости финансового инструмента инвестирования имеет следующий вид:

$$C_{\Phi И} = \sum_{t=1}^n \frac{ВДП}{(1 + НП)^t}$$

где СФИ — реальная стоимость финансового инструмента инвестирования;

ВДП — ожидаемый возвратный денежный поток за период использования финансового инструмента;

НП — ожидаемая норма прибыли по финансовому инструменту, выраженная десятичной дробью (формируемая инвестором самостоятельно с учетом уровня риска);

n — число периодов формирования возвратных потоков (по всем их формам).

Особенности формирования возвратного денежного потока по отдельным видам финансовых инструментов определяют разнообразие вариаций используемых моделей оценки их реальной стоимости. Система основных из этих моделей оценки приведена на рис. 12.4.

Рассмотрим содержание этих моделей применительно к долговым и долевым финансовым инструментам инвестирования на примере облигаций и акций.

Модели оценки стоимости облигаций построены на следующих исходных показателях: а) номинал облигации; б) сумма процента, выплачиваемая по облигации; в) ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (норма доходности) по облигации; г) количество периодов до срока погашения облигации.

Базисная модель оценки стоимости облигации [Basis Bond Valuation Model] или облигации с периодической выплатой процентов имеет следующий вид:

$$CO_б = \sum_{t=1}^n \left( \frac{П_о}{(1 + НП)^t} \right) + \frac{H_о}{(1 + НП)^t}$$

где СОб — реальная стоимость облигации с периодической выплатой процентов;

ПО — сумма процента, выплачиваемая в каждом периоде (представляющая собой произведение ее номинала на объявленную ставку процента);

НО — номинал облигации, подлежащий погашению в конце срока ее обращения;

НП — ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (доходности) по облигации, выраженная десятичной дробью;

n — число периодов, остающихся до срока погашения облигации.



МОДЕЛИ ОЦЕНКИ РЕАЛЬНОЙ СТОИМОСТИ ОТДЕЛЬНЫХ ВИДОВ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ИНВЕСТИРОВАНИЯ
ДОЛГОВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ
С периодической выплатой процентов С выплатой всей суммы процентов при погашении Реализуемые с дисконтом без выплаты процентов
ДОЛЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ
При использовании финансового инструмента неопределенный период времени
По привилегированным акциям По простым акциям со стабильным уровнем дивидендов По простым акциям с постоянно возрастающим уровнем дивидендов По простым акциям с колеблющимся уровнем дивидендов
ПРИ ИСПОЛЬЗОВАНИИ ФИНАНСОВОГО ИНСТРУМЕНТА В ТЕЧЕНИИ ОПРЕДЕЛЕННОГО СРОКА

Рисунок 12.4. Система основных моделей оценки реальной стоимости отдельных видов финансовых инструментов инвестирования.

Экономическое содержание Базисной модели оценки стоимости облигации (облигации с периодической выплатой процентов) заключается в том, что ее текущая реальная стоимость равна сумме всех процентных поступлений по ней за оставшийся период ее обращения и номинала, приведенных к настоящей стоимости по дисконтной ставке, равной ожидаемой норме валовой инвестиционной прибыли (доходности).

Модель оценки стоимости облигации с выплатой всей суммы процентов при ее погашении имеет следующий вид:

Реальная стоимость облигации с выплатой всей суммы процентов при ее погашении = (Номинал облигации, подлежащий погашению в конце срока ее обращения + Сумма процента по облигации, подлежащая выплате в конце срока ее обращения) / (1 + Ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (доходности) по облигации, выраженная десятичной дробью) число периодов, остающихся до срока погашения облигации (по которым установлена норма прибыли).

Экономическое содержание данной модели состоит в том, что текущая реальная стоимость облигации с выплатой всей суммы процентов при ее погашении, равна совокупным выплатам номинала и суммы процента по ней, приведенным к настоящей стоимости по дисконтной ставке, равной ожидаемой норме валовой инвестиционной прибыли (доходности).

Модель оценки стоимости облигации, реализуемой с дисконтом без выплаты процентов, имеет следующий вид:

Реальная стоимость облигации, реализуемой с дисконтом без выплаты процентов по ней = Номинал облигации, подлежащий погашению в конце срока ее обращения - (1 + Ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (доходности) по облигации, выраженная десятичной дробью) число периодов, остающихся до срока погашения облигации (по которым установлена норма прибыли).

Экономическое содержание данной модели состоит в том, что текущая реальная стоимость облигации, реализуемой с дисконтом без выплаты процентов по ней, представляет собой ее номинал, приведенный к настоящей стоимости по дисконтной ставке, равной ожидаемой норме валовой инвестиционной прибыли (доходности).

Трансформируя соответствующим образом указанные модели (т.е. меняя искомый расчетный показатель) можно по каждому виду облигаций рассчитать ожидаемую норму валовой инвестиционной прибыли (доходности), если показатель реальной стоимости облигации заменить на фактическую цену ее реализации на фондовом рынке (комплекс таких моделей широко представлен в специальной литературе по вопросам обращения фондовых инструментов).

Для оценки текущего уровня валовой инвестиционной прибыли по облигациям используется коэффициент ее текущей доходности, который рассчитывается по формуле:

Коэффициент текущей доходности облигации = (Номинал облигации Объявленная ставка процента (так называемая "купонная ставка"), выраженная десятичной дробью) / Реальная текущая стоимость облигации (или текущая ее цена).

Модели оценки стоимости акций построены по следующим исходным показателям: а) вид акции — привилегированная или простая; б) сумма дивидендов, предполагаемая к получению в конкретном периоде; в) ожидаемая курсовая стоимость акции в конце периода ее реализации (при использовании акции в течение заранее определенного периода); г) ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (норма доходности) по акциям; д) число периодов использования акции.

Модель оценки стоимости привилегированной акции основана на том, что эти акции дают право их собственникам на получение регулярных дивидендных выплат в фиксированном размере. Она имеет следующий вид:

Реальная стоимость привилегированной акции = Сумма дивидендов, предусмотренная к выплате по привилегированной акции в предстоящем периоде / Ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (доходности) по привилегированной акции, выраженная десятичной дробью.

Экономическое содержание данной модели состоит в том, что текущая реальная стоимость привилегированной акции представляет собой частное от деления суммы предусмотренных по ней дивидендов на ожидаемую инвестором норму валовой инвестиционной прибыли.

Модель оценки стоимости простой акции при ее использовании в течение неопределенного продолжительного периода времени имеет следующий вид:

$$CA_H = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_A}{(1 + НП)^n}$$

где  $CA_H$  — реальная стоимость акции, используемой в течение неопределенного продолжительного периода времени;

$D_A$  — сумма дивидендов, предполагаемая к получению в каждом  $n$ -ом периоде;

$НП$  — ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (доходности) по акциям, выраженная десятичной дробью;

$n$  — число периодов, включенных в расчет.

Экономическое содержание данной модели состоит в том, что текущая реальная стоимость акции, используемой в течение неопределенного продолжительного периода времени (неопределенное число лет), представляет собой сумму предполагаемых к получению дивидендов по отдельным предстоящим периодам, приведенную к настоящей стоимости по дисконтной ставке, равной ожидаемой норме валовой инвестиционной прибыли (доходности).

Применительно к нашим условиям рассмотренный вариант представляет собой лишь гипотетический случай, х.к. ни один инвестор не планирует держать свои финансовые активы столь продолжительное время (за этот срок ему представится ряд возможностей реинвестировать капитал на более выгодных условиях) и уж тем более не сможет составить столь длительный прогноз получения дивидендов в условиях нашей экономики. Поэтому рассмотрим более типичные ситуации, когда денежный поток будет состоять не только из дивидендов, но и возросшей стоимости акции при

ее реализации.

Модель оценки стоимости простой акции, используемой в течение заранее определенного срока, имеет следующий вид:

$$CA_o = \sum_{t=1}^n \left( \frac{D_A}{(1 + НП)^t} \right) + \frac{КС_A}{(1 + НП)^t}$$

где  $CA_o$  — реальная стоимость акции, используемой в течение заранее определенного срока;

$D_A$  — сумма дивидендов, предполагаемая к получению в каждом я-ом периоде;

$КС_A$  — ожидаемая курсовая стоимость акции в конце периода ее реализации;

$НП$  — ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (доходности) по акциям, выраженная десятичной дробью;

$n$  — число периодов, включенных в расчет.

Экономическое содержание данной модели состоит в том, что текущая реальная стоимость акции, используемой в течение заранее определенного срока, равна сумме предполагаемых к получению дивидендов в используемых периодах и ожидаемой курсовой стоимости акции в момент ее реализации, приведенной к настоящей стоимости по Дисконтной ставке, равной ожидаемой норме валовой инвестиционной прибыли (доходности). Иными словами экономическое содержание данной модели аналогично Основной модели оценки облигаций. Отличия состоят лишь в том, что вместо суммы процентов используются показатели дифференцированной по годам суммы дивидендов, а вместо номинала облигации — прогнозируемая рыночная цена акции в момент ее реализации.

Сам же механизм расчета текущей рыночной стоимости при этом не меняется.

Рассмотренная принципиальная модель оценки стоимости акций при ее использовании в течении неопределенного периода времени имеет ряд вариантов:

Модель оценки стоимости простых акций со стабильным уровнем дивидендов имеет следующий вид:

Реальная стоимость акций со стабильным уровнем дивидендов = Годовая сумма постоянного дивиденда / Ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (доходности) по акции, выраженная десятичной дробью;

Модель оценки стоимости простых акций с постоянно возрастающим уровнем дивидендов (она известна как "Модель Гордона") имеет следующий вид:

Реальная стоимость акции с постоянно возрастающим уровнем дивидендов = Сумма последнего выплаченного дивиденда  $(1 + \text{Темп прироста дивидендов, выраженный десятичной дробью})$  /  $(\text{Ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (доходности) по акции, выраженная десятичной дробью} - \text{Темп прироста дивидендов, выраженный десятичной дробью})$

Модель оценки стоимости акций с колеблющимся уровнем дивидендов по отдельным периодам имеет следующий вид:

$$CA_{и} = \frac{D_1}{1 + НП} + \frac{D_2}{1 + НП} + \dots + \frac{D_n}{1 + НП}$$

где  $CA_{и}$  — реальная стоимость акции с изменяющимся уровнем дивидендов по отдельным периодам;

$D_1 - D_n$  — сумма дивидендов, прогнозируемая к получению в каждом периоде;

$НП$  — ожидаемая норма валовой инвестиционной прибыли (доходности) по акциям, выраженная десятичной дробью.

Оценка реальной стоимости финансового инструмента в сопоставлении с ценой его текущей рыночной котировки или рассчитанная ожидаемая норма валовой

инвестиционной прибыли (доходности) по нему являются основным критерием принятия управленческих решений по осуществлению тех или иных финансовых инвестиций. Вместе с тем, в процессе принятия таких управленческих решений могут быть учтены и иные факторы — условия эмиссии ценных бумаг, отраслевая или региональная принадлежность эмитента, уровень активности обращения тех или иных инструментов финансового инвестирования на рынке и другие.

## Формирование портфеля финансовых инвестиций

Современное финансовое инвестирование непосредственно связано с формированием "инвестиционного портфеля". Оно базируется на том, что большинство инвесторов избирают для осуществления финансового инвестирования более чем один финансовый инструмент, т.е. формируют определенную их совокупность. Целенаправленный подбор таких инструментов представляет собой процесс формирования инвестиционного портфеля. Инвестиционный портфель представляет собой целенаправленно сформированную совокупность финансовых инструментов, предназначенных для осуществления финансового инвестирования в соответствии с разработанной инвестиционной стратегией. 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 стратегии финансового инвестирования предприятия путем подбора наиболее доходных и безопасных финансовых инструментов. С учетом 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 определенной степени достигается за счет 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 инвестиционных 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 его политики финансового инвестирования. Такая типизация проводится по следующим основным признакам (рис. 12.5).

ТИПИЗАЦИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПОРТФЕЛЕЙ ПРЕДПРИЯТИЯ	
По целям формирования инвестиционного дохода	<ul style="list-style-type: none"> <li>• портфель дохода</li> <li>• портфель роста</li> </ul>
По уровню принимаемых рисков	<ul style="list-style-type: none"> <li>• агрессивный (спекулятивный) портфель</li> <li>• умеренный (компромиссный) портфель</li> <li>• консервативный портфель</li> </ul>
По уровню ликвидности	<ul style="list-style-type: none"> <li>• высоколиквидный портфель</li> <li>• среднеликвидный портфель</li> <li>• низколиквидный портфель</li> </ul>
По инвестиционному периоду	<ul style="list-style-type: none"> <li>• краткосрочный портфель</li> <li>• долгосрочный портфель</li> </ul>
По условиям налогообложения инвестиционного дохода	<ul style="list-style-type: none"> <li>• налогооблагаемый портфель</li> <li>• портфель свободный от налогообложения</li> </ul>
По стабильности структуры финансовых инструментов основных видов инвестирования	<ul style="list-style-type: none"> <li>• портфель с фиксированной структурой активов</li> <li>• портфель с гибкой структурой активов</li> </ul>
По специализации основных видов финансовых инструментов инвестирования	<ul style="list-style-type: none"> <li>• портфель акции</li> <li>• портфель облигаций</li> <li>• портфель международных инвестиций</li> <li>• портфель депозитных вкладов</li> <li>• портфель прочих форм специализации</li> </ul>
По числу стратегических целей формирования	<ul style="list-style-type: none"> <li>• моноцелевой портфель</li> <li>• полицелевой (комбинированный) портфель</li> </ul>
По первичности формирования	<ul style="list-style-type: none"> <li>• стартовый портфель</li> <li>• реструктурированный портфель</li> </ul>

Рисунок 12.5. Типизация инвестиционных портфелей предприятия по 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 счет прироста капитала в процессе финансового инвестирования), так как 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 консервативный 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 (рис. 12.6). 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.



Рисунок 12.6. Зависимость нормы инвестиционной прибыли портфеля от уровня портфельного риска.

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 портфель, среднеликвидный портфель и низколиквидный портфель. 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 реинвестирования 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 трансакций.

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 портфель и долгосрочный портфель. Такая типизация основана на соответствующей практике бухгалтерского учета финансовых активов предприятия.

Краткосрочный портфель (или портфель краткосрочных финансовых инвестиций) формируется на основе финансовых активов, используемых на протяжении до одного года.

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.

6. 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 течении



продолжительного периода времени.

Последующая реструктуризация такого портфеля осуществляется лишь по отдельным разновидностям финансовых инструментов инвестирования в рамках фиксированного общего объема 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 международных инвестиций. Формирование такого типа портфеля осуществляют, как правило, институциональные инвесторы путем 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 прочих форм специализации. В основе формирования такого портфеля лежит выбор одного из альтернативных видов финансовых инструментов инвестирования, не рассмотренных выше.

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. Такими основными вариантами комбинированных типов инвестиционных портфелей являются:

- 1) агрессивный портфель дохода (портфель спекулятивного дохода);
- 2) агрессивный портфель роста (портфель ускоренного роста);
- 3) умеренный портфель дохода (портфель нормального дохода);
- 4) умеренный портфель роста (портфель нормального роста);
- 5) консервативный портфель дохода (портфель гарантированного дохода);
- 6) Консервативный портфель роста (портфель гарантированного роста).

Диапазон комбинированных типов инвестиционных портфелей может быть расширен в еще большей степени за счет 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.

Определение целей финансового инвестирования и типа инвестиционного портфеля, реализующего избранную политику, позволяет перейти к непосредственному формированию инвестиционного портфеля путем включения в него соответствующих финансовых инструментов. Эффективность этого формирования обеспечивается использованием двух альтернативных теоретических концепций, известных как "традиционный подход к формированию портфеля" и "современная портфельная теория".

Традиционный подход к формированию портфеля использует в основном инструментарий технического и фундаментального анализа и предполагает включение в него самых разнообразных видов финансовых инструментов инвестирования, обеспечивающих его широкую отраслевую диверсификацию. Хотя такой подход к формированию портфеля позволяет решать стратегические цели его формирования путем подбора соответствующих финансовых инструментов инвестирования по показателям уровня их доходности и риска, эффективная взаимосвязь между отдельными из этих инструментов в процессе подбора не обеспечивается. Несмотря на широкую отраслевую диверсификацию финансовых активов портфеля, обеспечивающую снижение уровня его риска, этот риск не дифференцируется в разрезе систематического и несистематического его видов. Современная портфельная теория, принципы которой впервые были сформулированы в 50-х годах Г. Маркови- цем, а затем развиты Д. Тобином, У. Шарпом и другими исследователями, представляет собой основанный на статистических методах механизм оптимизации формируемого инвестиционного портфеля по задаваемым критериям соотношения уровня его ожидаемой доходности и риска с учетом обеспечения коррелятивной связи доходности отдельных финансовых инструментов между собой. В составе статистических методов оптимизации портфеля, рассматриваемых этой теорией, особая роль отводится определению среднеквадратического отклонения (или дисперсии) доходности отдельных финансовых инструментов инвестирования; ковариации и корреляции, измеряющими характер связи между показателями доходности этих инструментов; коэффициенту "бета", измеряющему систематический риск отдельных финансовых активов и др.

Хотя в современной финансовой практике используются оба подхода к формированию инвестиционного портфеля, в последние годы предпочтение отдается современной портфельной теории. Именно она получает на современном этапе все большее развитие.

Процесс формирования инвестиционного портфеля предприятия на основе современной портфельной теории состоит из следующих основных этапов (рис. 12.7).

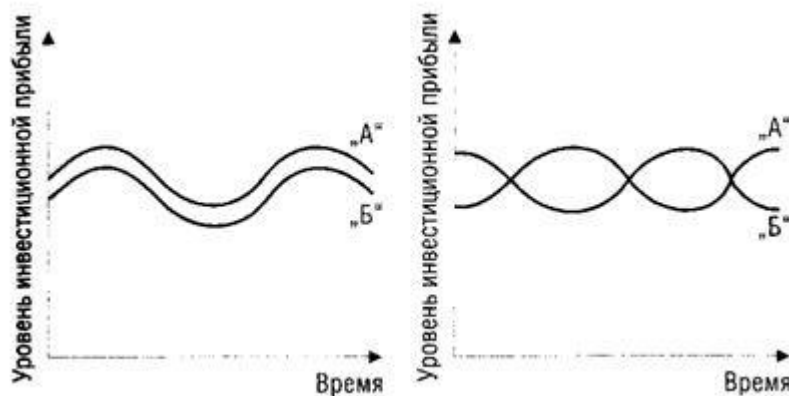
ЭТАПЫ ФОРМИРОВАНИЯ ПОРТФЕЛЯ ФИНАНСОВЫХ ИНВЕСТИЦИЙ ПРЕДПРИЯТИЯ
1. Выбор портфельной стратегии и типа формируемого инвестиционного портфеля
2. Оценка инвестиционных качеств финансовых инструментов инвестирования по показателям уровня доходности, риска и взаимной ковариации
3. Отбор финансовых инструментов в формируемый инвестиционный портфель с учетом их влияния на параметры уровня доходности и риска портфеля
4. Оптимизация портфеля, направленная на снижение уровня его риска при заданном уровне ожидаемой доходности
5. Оценка основных параметров сформированного инвестиционного портфеля

Рисунок 12.7. Основные этапы формирования портфеля финансовых инвестиций предприятия.

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 учетом взаимосвязи показателей уровня ожидаемой доходности и Уровня риска формируемого портфеля. С учетом сформулированных целей портфельной стратегии осуществляется затем 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 типизация портфеля осуществляется 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 учетом их специфики на основе соответствующих моделей, рассмотренных ранее. Оценка уровня риска отдельных финансовых инструментов инвестирования осуществляется путем расчета 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. Принцип проявления этого показателя графически иллюстрируется на рис. 12.8.



Вариант 1. Уровень доходности по финансовым инструментам "А" и "Б" колеблется во времени в одном направлении.

Вариант 2. Уровень доходности по финансовым инструментам "А" и "Б" колеблется во времени в противоположных направлениях.

Рисунок 12.8. Характеристика ковариации колебаний уровня инвестиционного дохода по различным финансовым инструментам инвестирования.

$$KK_{\Phi} = \sum P_{1,2} \left( \frac{D_1 - \bar{D}_1}{\sigma_1} \right) \times \left( \frac{D_2 - \bar{D}_2}{\sigma_2} \right)$$

где  $KK_{\Phi}$  — коэффициент корреляции доходности двух финансовых инструментов инвестирования;

$P_{1,2}$  — вероятность возникновения возможных вариантов отклонений доходности по каждому из сравниваемых финансовых инструментов;

$D_1$  — варианты уровня доходности первого финансового инструмента в процессе его колеблемости;

$\bar{D}_1$  — средний уровень доходности по первому финансовому инструменту;

$D_2$  — варианты уровня доходности второго финансового инструмента в процессе его колеблемости;

$\bar{D}_2$  — средний уровень доходности по второму финансовому инструменту;

$\sigma_1$ ;  $\sigma_2$  — среднеквадратическое (стандартное) отклонение доходности соответственно по первому и второму финансовому инструменту. Коэффициент корреляции доходности по двум финансовым инструментам инвестирования может принимать значения от +1 (означающего полную и положительную корреляцию между рассматриваемыми величинами) до —1 (означающего 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 учетом 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 объем 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, включенных 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. Степень влияния уровня доходности отдельного финансового инструмента инвестирования на формируемый показатель уровня ожидаемой доходности портфеля может быть рассчитана по следующей формуле: Степень влияния уровня доходности отдельного финансового инструмента инвестирования на уровень ожидаемой доходности портфеля = Ожидаемый уровень доходности рассматриваемого финансового инструмента инвестирования - Заданное значение уровня ожидаемой доходности инвестиционного портфеля, формируемого предприятием.

Рассматриваемая разность характеризует прежде всего направленность влияния рассматриваемого финансового инструмента инвестирования на уровень доходности портфеля (при положительном ее значении рассматриваемый финансовый инструмент увеличивает возможность выхода на заданный параметр уровня доходности портфеля, а при отрицательном — снижает эту возможность). Кроме того рассматриваемая разность, сопоставленная с заданным Уровнем доходности портфеля, характеризует количественную оценку меры вклада отдельного финансового инструмента инвестирования в формирование заданного параметра портфеля.

Степень влияния уровня риска отдельного финансового инструмента инвестирования на формирование показателя уровня риска портфеля может быть рассчитана по следующей формуле:

Степень влияния уровня риска отдельного финансового инструмента инвестирования на уровень риска портфеля = (Коэффициент корреляции колебаний доходности рассматриваемого финансового инструмента и доходности портфеля (уровня его риска), отражающий характер их ковариации) - Дисперсия доходности портфеля (задаваемое значение уровня его риска)) / Среднеквадратическое (стандартное) отклонение доходности портфеля.

В процессе оценки влияния уровня риска отдельного финансового инструмента инвестирования на показатель уровня риска портфеля, следует учесть, что если их несистематический риск может быть снижен путем диверсификации портфеля, то систематический их риск диверсификацией не устраняется. В связи с этим в процессе оценки необходимо определять чувствительность реагирования финансового инструмента на общие колебания конъюнктуры рынка (эта чувствительность измеряется показателем бета по каждому финансовому инструменту инвестирования).

Таким образом, процесс отбора финансовых инструментов инвестирования в формируемый портфель направлен на решение следующих задач:

- обеспечение заданного уровня ожидаемой доходности портфеля;

- обеспечение заданного уровня риска портфеля;
  - создание возможности диверсификации портфеля в целях снижения уровня несистематического риска;
  - формирование совокупности финансовых инструментов инвестирования с отрицательной взаимной корреляцией;
  - формирование совокупности финансовых инструментов инвестирования с наименьшим уровнем систематического риска;
  - обеспечение прочих параметров формируемого портфеля в соответствии с избранными признаками его типизации.
- Формирование структуры портфеля (пропорций распределения инвестируемого капитала в разрезе основных видов финансовых активов) осуществляется в такой последовательности. В первую очередь определяется общее соотношение долевого и долгового финансовых инструментов инвестирования в портфеле. Затем в разрезе каждой из этих групп активов определяется доля отдельных видов финансовых инструментов инвестирования (облигаций, привилегированных акций, простых акций и т.п.). И наконец, по каждому из видов активов определяется соотношение кратко- и долгосрочных финансовых инструментов инвестирования. Пример структурирования портфеля по видам финансовых инструментов инвестирования приведен в таблице 12.1.

Альтернативная структура портфеля по видам финансовых инструментов (В %)

Виды финансовых инструментов	Тип портфеля		
	Консервативный	Умеренный (компромиссный)	Агрессивный (спекулятивный)
Государственные краткосрочные облигации	45	30	—
Государственные долгосрочные облигации	35	25	15
Долгосрочные облигации предприятий	15	25	35
Простые акции	5	20	50
Итого	100	100	100

Результатом этого этапа формирования инвестиционного портфеля является определение его видовой структуры, а также стартового его состава по конкретным финансовым инструментам инвестирования.

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, включенных в портфель, тем ниже при неизменном уровне инвестиционного дохода будет уровень портфельного риска. Графически эта зависимость иллюстрируется на рис. 12.9.



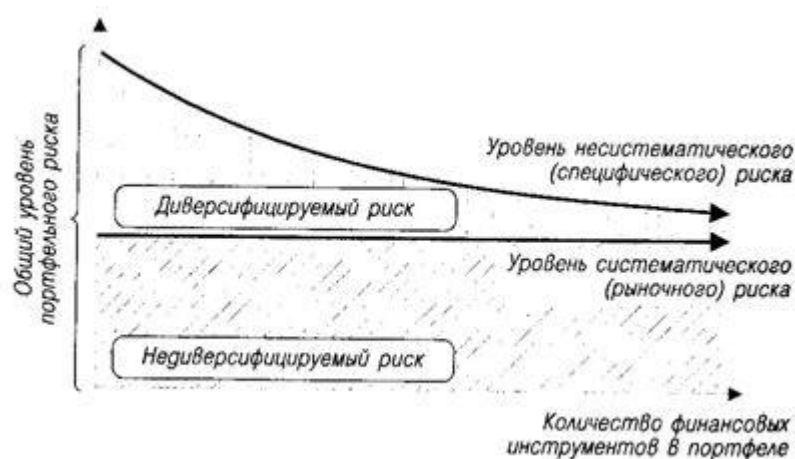


Рисунок 12.9. Зависимость уровня несистематического и общего портфельного риска от количества финансовых инструментов инвестирования.

Как показывает график, увеличение количества используемых инструментов инвестирования позволяет существенно снизить уровень портфельного риска. По критериям западных специалистов минимальным требованиям диверсификации портфеля соответствует включение в него не менее 10—12 финансовых (фондовых) инструментов. В условиях неразвитости нашего фондового рынка этот критерий может быть несколько снижен.

Из рисунка видно также, что диверсификация позволяет уменьшить только несистематический риск инвестиционного портфеля — систематический риск диверсификацией не устраняется (его можно только возместить соответствующей премией за риск).

Результатом этого этапа формирования портфеля является обеспечение достижения минимально возможного уровня его риска при заданном уровне ожидаемого инвестиционного дохода.

5. Оценка основных параметров сформированного инвестиционного портфеля. Такая оценка позволяет оценить эффективность всей работы по его формированию. Уровень доходности портфеля рассчитывается по следующей формуле:

$$УД_{\Pi} = \sum_{i=1}^n УД_i \times У_i$$

где  $УД_{\Pi}$  — уровень доходности инвестиционного портфеля;

$УД_i$  — уровень доходности отдельных финансовых инструментов в портфеле;

$У_i$  — удельный вес отдельных финансовых инструментов в совокупной стоимости инвестиционного портфеля, выраженный десятичной дробью.

Уровень риска портфеля рассчитывается по следующей формуле:

$$УР_{\Pi} = \sum_{i=1}^n УСР_i \times У_i + УНР_{\Pi}$$

где  $УР_{\Pi}$  — уровень риска инвестиционного портфеля;

$УСР_i$  — уровень систематического риска отдельных финансовых инструментов (измеряемый с помощью бета-коэффициента);

$У_i$  — удельный вес отдельных финансовых инструментов в совокупной стоимости инвестиционного портфеля, выраженный десятичной дробью;

$УНР_{\Pi}$  — уровень несистематического риска портфеля, достигнутый в процессе его диверсификации.

В условиях функционирования нашего фондового рынка эта оценка должна быть



дополнена и показателем Уровня ликвидности сформированного портфеля. 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 включенных в него финансовых инструментов, представляет собой "сбалансированный стартовый инвестиционный портфель".

## Виды финансовых рисков предприятия и принципы стратегического управления ими

В третьей доминантной сфере финансовой стратегии предприятия — стратегии обеспечения его финансовой безопасности — центральное место отводится повышению эффективности управления финансовыми рисками. Финансовый риск предприятия представляет собой результат выбора его собственниками или менеджерами альтернативного финансового решения, направленного на достижение желаемого целевого результата финансовой деятельности при вероятности понесения экономического ущерба (финансовых потерь) в силу неопределенности условий его реализации. Финансовые риски оказывают серьезное влияние на многие аспекты стратегического развития предприятия, однако наиболее значимое их влияние проявляется в двух направлениях: 1) уровень риска оказывает определяющее воздействие на формирование уровня доходности финансовых операций предприятия — эти два показателя находятся в тесной взаимосвязи и представляют собой единую систему "доходность—риск"; 2) финансовые риски являются основной формой генерирования прямой угрозы банкротства предприятия, так как финансовые потери, связанные с этими рисками, являются наиболее ощутимыми. Финансовые риски предприятия характеризуются большим многообразием и в целях подготовки и реализации эффективных стратегических управленческих решений требуют определенной классификации. Такая классификация финансовых рисков предприятия приведена на рис. 13.1.

1. Вид финансового риска. Этот классификационный признак является основным параметром дифференциации финансовых рисков в процессе управления ими. Характеристика конкретного вида риска одновременно дает 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 финансовых рисков предприятия относятся следующие (рис. 13.2).

- Риск снижения финансовой устойчивости (или риск нарушения равновесия финансового развития) предприятия. Этот риск генерируется несовершенством структуры капитала (чрезмерной долей используемых заемных средств), порождающим несбалансированность положительного и отрицательного денежных потоков предприятия по объемам. В составе финансовых рисков по степени опасности (генерирования угрозы банкротства предприятия) этот вид риска играет ведущую роль.
- Риск неплатежеспособности (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.

КЛАССИФИКАЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РИСКОВ ПРЕДПРИЯТИЯ	
ПО ВИДАМ	<ul style="list-style-type: none"> <li>Основные виды финансовых рисков предприятия рассматриваются ниже</li> </ul>
ПО ХАРАКТЕРИЗУЕМОМУ ОБЪЕКТУ	<ul style="list-style-type: none"> <li>Риск отдельной финансовой операции</li> <li>Риск различных видов финансовой деятельности</li> <li>Риск финансовой деятельности предприятия в целом</li> </ul>
ПО СОВОКУПНОСТИ ИССЛЕДУЕМЫХ ИНСТРУМЕНТОВ	<ul style="list-style-type: none"> <li>Индивидуальный финансовый риск</li> <li>Портфельный финансовый риск</li> </ul>
ПО КОМПЛЕКСНОСТИ	<ul style="list-style-type: none"> <li>Простой финансовый риск</li> <li>Сложный финансовый риск</li> </ul>
ПО ИСТОЧНИКАМ ВОЗНИКНОВЕНИЯ	<ul style="list-style-type: none"> <li>Внешний или систематический риск</li> <li>Внутренний или несистематический риск</li> </ul>
ПО ФИНАНСОВЫМ ПОСЛЕДСТВИЯМ	<ul style="list-style-type: none"> <li>Риск, влекущий только экономические потери</li> <li>Риск, влекущий упущенную выгоду</li> <li>Риск, влекущий как экономические потери, так и дополнительные доходы</li> </ul>
ПО ХАРАКТЕРУ ПРОЯВЛЕНИЯ ВРЕМЕНИ	<ul style="list-style-type: none"> <li>Постоянный финансовый риск</li> <li>Временный финансовый риск</li> </ul>
ПО УРОВНЮ ВЕРОЯТНОСТИ РЕАЛИЗАЦИИ	<ul style="list-style-type: none"> <li>финансовый риск с низким уровнем вероятности реализации</li> <li>финансовый риск со средним уровнем вероятности реализации</li> <li>финансовый риск с высоким уровнем вероятности реализации</li> <li>финансовый риск, уровень вероятности реализации которого определить невозможно</li> </ul>
ПО УРОВНЮ ФИНАНСОВЫХ ПОТЕРЬ	<ul style="list-style-type: none"> <li>Допустимый финансовый риск</li> <li>Критический финансовый риск</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>Катастрофический финансовый риск</li> </ul>
ПО ВОЗМОЖНОСТИ ПРЕДВИДЕНИЯ	<ul style="list-style-type: none"> <li>Прогнозируемый финансовый риск</li> <li>Непрогнозируемый финансовый риск</li> </ul>
ПО ВОЗМОЖНОСТИ СТРАХОВАНИЯ	<ul style="list-style-type: none"> <li>Страхуемый финансовый риск</li> <li>Нестрахуемый финансовый риск</li> </ul>

Рисунок 13.1. Классификация финансовых рисков предприятия по основным признакам.

ВИДЫ ФИНАНСОВЫХ РИСКОВ
Риск снижения финансовой устойчивости
Риск неплатежеспособности
Инвестиционный риск
Инфляционный риск
Процентный риск
Валютный риск
Криминогенный риск
Инновационный финансовый риск
Налоговый риск
Кредитный риск
Депозитный риск
Прочие виды рисков

Рисунок 13.2. Характеристика основных видов финансовых рисков предприятия.

- **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 финансового 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, например, 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.
- **Инфляционный риск.** В условиях инфляционной экономики он выделяется в самостоятельный вид финансовых рисков. Этот вид риска характеризуется возможностью обесценения реальной стоимости капитала (в форме финансовых активов предприятия), а также ожидаемых доходов от осуществления финансовых операций в условиях инфляции. Так как этот вид риска в современных условиях носит постоянный характер и сопровождает практически все финансовые операции предприятия, в финансовом менеджменте ему уделяется постоянное внимание.
- **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 вложениях и некоторых других финансовых операциях.
- **Валютный риск.** Этот вид риска присущ предприятиям, ведущим

внешнеэкономическую деятельность (импортирующим сырье, 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 сырье 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.

- **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.
- **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 расчета за отпущенную предприятием в кредит готовую продукцию.
- **Налоговый риск.** Этот вид финансового риска имеет ряд проявлений: вероятность введения новых видов налогов и сборов на осуществление отдельных аспектов хозяйственной деятельности; возможность увеличения уровня ставок действующих налогов и сборов; изменение сроков и условий осуществления отдельных налоговых платежей; вероятность отмены действующих налоговых льгот в сфере хозяйственной деятельности предприятия. Являясь для предприятия непредсказуемым (об этом свидетельствует современная отечественная фискальная политика), он оказывает существенное воздействие на результаты его финансовой деятельности.
- **Инновационный финансовый риск.** Этот вид риска связан с внедрением новых финансовых технологий, использованием новых финансовых инструментов и т.п.
- **Криминогенный риск.** В сфере финансовой деятельности предприятий он проявляется в форме объявления его партнерами фиктивного банкротства; подделки документов, обеспечивающих незаконное присвоение сторонними лицами денежных и других активов; хищения отдельных видов активов собственным персоналом и другие. Значительные финансовые потери, которые в связи с этим несет предприятие на современном этапе, обуславливают выделение криминогенного риска в самостоятельный вид финансовых рисков.
- **Прочие виды рисков.** Группа прочих финансовых рисков довольно обширна, но по вероятности возникновения или уровню финансовых потерь она не столь значима для предприятий, как рассмотренные выше.

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 расчетно-кассовых операций (связанный с неудачным выбором обслуживающего коммерческого банка); риск эмиссионный и другие.

2. По характеризующему объекту выделяют следующие группы финансовых рисков:

- **риск отдельной финансовой операции.** Он характеризует в комплексе весь спектр видов финансовых рисков, присущих определенной 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.

3. 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, объединенных в портфель (например, кредитный портфель предприятия, его инвестиционный портфель и т.п.).

4. 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 рассмат

риваемых его подвидов. Примером сложного финансового риска является риск инвестиционный (например, риск инвестиционного проекта).

5. По источникам возникновения выделяют следующие группы финансовых рисков:

- внешний, систематический или рыночный риск (все термины определяют этот риск как независящий от деятельности предприятия). Этот вид риска характерен для всех участников финансовой деятельности и всех видов финансовых операций. Он возникает при смене отдельных стадий экономического цикла, изменении конъюнктуры финансового рынка и в ряде других аналогичных случаев, на которые предприятие в процессе своей деятельности повлиять не может. К этой группе рисков могут быть отнесены инфляционный риск, процентный риск, валютный риск, налоговый риск и частично инвестиционный риск (при изменении макроэкономических условий инвестирования);

- внутренний, несистематический или специфический риск (все термины определяют этот финансовый риск как зависящий от деятельности конкретного предприятия). Он может быть связан с неквалифицированным финансовым менеджментом, неэффективной структурой активов и капитала, чрезмерной приверженностью к рисковому (агрессивным) финансовым операциям с высокой нормой прибыли, недооценкой хозяйственных партнеров и другими аналогичными факторами, отрицательные последствия которых в значительной мере можно предотвратить за счет эффективного управления финансовыми рисками.

Деление финансовых рисков на систематический и несистематический является одной из важных исходных предпосылок теории управления рисками.

6. По характеру финансовых последствий все риски подразделяются на такие группы:

- риск, влекущий только экономические потери. При этом виде риска финансовые последствия могут быть только отрицательными (потеря дохода или капитала);
- риск, влекущий упущенную выгоду. Он характеризует ситуацию, когда предприятие в силу сложившихся объективных и субъективных причин не может осуществить запланированную финансовую операцию (например, при снижении кредитного рейтинга предприятие не может получить необходимый кредит и использовать эффект финансового левериджа);

- риск, влекущий как экономические потери, так и дополнительные доходы. В литературе этот вид финансового риска часто называется "спекулятивным финансовым риском", так как он связывается с осуществлением спекулятивных (агрессивных) финансовых операций. Однако этот термин (в такой увязке) представляется не совсем точным, так как данный вид риска присущ не только спекулятивным финансовым операциям (например, риск реализации реального инвестиционного проекта, доходность которого в эксплуатационной стадии может быть ниже или выше расчетного уровня).

7. 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 неплатежеспособности эффективно функционирующего предприятия.

8. По уровню вероятности реализации финансовые риски подразделяются на такие 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 которых определить невозможно. К этой группе относятся финансовые риски, реализуемые "в условиях неопределенности".

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

- допустимый финансовый риск. Он характеризует риск, финансовые потери по которому не превышают расчетной суммы прибыли по осуществляемой финансовой операции;
- критический финансовый риск. Он характеризует риск, финансовые потери по которому не превышают расчетной 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).

10. 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 инфляционный риск, процентный риск и некоторые другие их виды (естественно, речь идет 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, налоговый риск и некоторые другие. Соответственно этому классификационному признаку финансовые риски подразделяются также на регулируемые и нерегулируемые в рамках предприятия.

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

- страхуемый финансовый риск. К ним 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 ним 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.



Учитывая экономическую нестабильность развития страны, раннюю стадию жизненного цикла многих созданных в последнее десятилетие предприятий, а соответственно и преимущественно агрессивный менталитет их руководителей и финансовых менеджеров, можно констатировать, что принимаемые ими финансовые риски отличаются большим разнообразием и достаточно высоким уровнем в сравнении с портфелем этих рисков у предприятий, функционирующих в странах с развитой рыночной экономикой.

Стратегическое управление финансовыми рисками предприятия основывается на определенных принципах, основными из которых являются (рис. 13.3):

1. Осознанность принятия рисков. Финансовый менеджер должен сознательно идти на риск, если он надеется получить соответствующий доход от осуществления финансовой операции. Естественно, по отдельным операциям после оценки уровня риска можно принять тактику "избежания риска", однако полностью исключить риск из финансовой деятельности предприятия невозможно, так как финансовый риск — объективное явление, присущее большинству хозяйственных операций, осознанность принятия тех или иных видов финансовых рисков является важнейшим условием нейтрализации их негативных последствий в процессе управления ими.
2. Управляемость принимаемыми рисками. В состав портфеля финансовых рисков должны включаться преимущественно те из них, которые поддаются нейтрализации в процессе управления независимо от их объективной или субъективной природы.

ПРИНЦИПЫ УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСОВЫМИ РИСКАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ
1. ОСОЗНАННОСТЬ ПРИНЯТИЯ РИСКОВ
2. УПРАВЛЯЕМОСТЬ ПРИНИМАЕМЫМИ РИСКАМИ
3. НЕЗАВИСИМОСТЬ УПРАВЛЕНИЯ ОТДЕЛЬНЫМИ РИСКАМИ
4. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ РАЦИОНАЛЬНОСТЬ УПРАВЛЕНИЯ
5. УЧЕТ ФИНАНСОВОЙ ФИЛОСОФИИ ПРЕДПРИЯТИЯ
6. УЧЕТ ФИНАНСОВОЙ ПОЛИТИКИ ПО ОТДЕЛЬНЫМ АСПЕКТАМ ФИНАНСОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ
7. СОПОСТАВИМОСТЬ УРОВНЯ ПРИНИМАЕМЫХ РИСКОВ С ФИНАНСОВЫМИ ВОЗМОЖНОСТЯМИ ПРЕДПРИЯТИЯ
8. СОПОСТАВИМОСТЬ УРОВНЯ ПРИНИМАЕМЫХ РИСКОВ С УРОВНЕМ ДОХОДНОСТИ ФИНАНСОВЫХ ОПЕРАЦИЙ
9. УЧЕТ ВРЕМЕННОГО ФАКТОРА В УПРАВЛЕНИИ РИСКАМИ
10. ЭКОНОМИЧНОСТЬ УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ

Рисунок 13.3. Основные принципы стратегического управления финансовыми рисками предприятия.

Только по таким видам рисков финансовый менеджер может использовать весь арсенал внутренних механизмов их нейтрализации, т.е. проявить искусство управления ими. Риски неуправляемые, например, риски форс-мажорной группы, можно только передать внешнему страховщику.

3. Независимость управления отдельными рисками.

Один из важнейших постулатов теории риск-менеджмента гласит, что риски независимы друг от друга и финансовые потери по одному из рисков портфеля необязательно увеличивают вероятность наступления рискованного случая по другим финансовым рискам. Иными словами, финансовые потери по различным видам рисков независимы друг от друга и в процессе управления ими должны нейтрализоваться индивидуально.

4. Экономическая рациональность управления. Этот принцип предполагает, что управление финансовыми рисками предприятия базируется на рациональном экономическом поведении. Применительно к данному аспекту управления рациональное экономическое поведение субъекта, принимающего решение, состоит в том, что из всех альтернативных управленческих решений выбирается такое, которое обеспечивает наибольшую эффективность и финансовую безопасность.
5. Учет финансовой философии предприятия. Эта философия отражает финансовый менталитет учредителей и главных менеджеров предприятия относительно их рискованных предпочтений. Вариантами таких рискованных предпочтений, отражаемых финансовой философией предприятия, являются: нерасположенность к риску (избегание риска даже несмотря на справедливое возмещение возрастания его уровня соответствующим дополнительным уровнем дохода); нейтральность к риску (готовность принимать на себя риск только в том случае, если он будет справедливо компенсирован дополнительным уровнем дохода); расположенность к риску (склонность идти на риск даже в тех случаях, когда он недостаточно справедливо компенсирован дополнительным уровнем дохода).
6. Учет финансовой политики по отдельным аспектам финансовой деятельности. Система управления финансовыми рисками по отдельным финансовым операциям должна базироваться на критериях избранной финансовой политики по отдельным направлениям финансовой деятельности, сформированной в процессе разработки общей финансовой стратегии предприятия. Варианты такой финансовой политики — агрессивная, умеренная или консервативная — включают как обязательный элемент уровень допустимого риска при осуществлении отдельных финансовых операций или конкретного направления финансовой деятельности. Учетом этого уровня обеспечивается связь управления финансовыми рисками с реализацией целей финансовой стратегии предприятия в целом.
7. Сопоставимость уровня принимаемых рисков с уровнем доходности финансовых операций. Этот принцип является основополагающим в теории риск-менеджмента. Он заключается в том, что предприятие должно принимать в процессе осуществления финансовой деятельности только те виды финансовых рисков, уровень которых не превышает соответствующего уровня доходности по шкале "доходность-риск". Любой вид риска, по которому уровень риска выше уровня ожидаемой доходности (с включенной в нее премией за риск) должен быть предприятием отвергнут (или соответственно должны быть пересмотрены размеры премии за данный риск).
8. Сопоставимость уровня принимаемых рисков с финансовыми возможностями предприятия. Ожидаемый размер финансовых потерь предприятия, соответствующий тому или иному уровню финансового риска, должен соответствовать той доле капитала, которая обеспечивает внутреннее страхование рисков. В противном варианте наступление рискованного случая повлечет за собой потерю определенной части активов, обеспечивающих операционную или инвестиционную деятельность предприятия, т.е. снизит его потенциал формирования прибыли и темпы предстоящего развития. Размер рискованного капитала, включающего и соответствующие внутренние страховые фонды, должен быть определен предприятием заранее и служить рубежом принятия тех видов финансовых рисков, которые не могут быть переданы партнеру по операции или внешнему страховщику. Если принятие ряда финансовых рисков несопоставимо с финансовыми возможностями предприятия по нейтрализации их негативных последствий, но диктуется целями стратегии и направленности финансовой деятельности, то включение их в портфель принимаемых рисков допустимо лишь в том случае, если возможна частичная или полная их передача партнерам по финансовой операции или внешнему страховщику.
9. Учет временного фактора в управлении рисками. Чем длиннее период осуществления финансовой операции, тем шире диапазон сопутствующих ей рисков, тем меньше возможностей обеспечить нейтрализацию их негативных финансовых последствий по критерию экономичности управления

рисками. При необходимости осуществления таких финансовых операций предприятие должно обеспечить получение необходимого дополнительного уровня доходности по ней не только за счет премии за риск, но и премии за ликвидность (так как период осуществления финансовой операции представляет собой период "замороженной ликвидности" вложенного в нее капитала). Только в этом случае у предприятия будет сформирован необходимый финансовый потенциал для нейтрализации негативных финансовых последствий по такой операции при возможном наступлении рискованного случая.

10. Экономичность управления рисками. Основу управления финансовыми рисками составляет нейтрализация их негативных финансовых последствий для деятельности предприятия при возможном наступлении рискованного случая. Вместе с тем, затраты предприятия по нейтрализации соответствующего финансового риска не должны превышать суммы возможных финансовых потерь по нему даже при самой высокой степени вероятности наступления рискованного случая. Критерий экономичности управления рисками должен соблюдаться при осуществлении как внутреннего, так и внешнего страхования финансовых рисков.

С учетом рассмотренных целей, задач и принципов организуется процесс стратегического управления финансовыми рисками на каждом конкретном предприятии.

## Содержание процесса стратегического управления финансовыми рисками

Стратегическое управление рисками предприятия представляет собой специфическую сферу стратегического финансового менеджмента, которая в последние годы выделилась в особую область знаний — "риск-менеджмент". К специалистам, работающим в этой сфере, предъявляются повышенные квалификационные требования, в частности, знание основ экономики и финансов предприятия, математических методов, теоретических основ и прикладного аппарата статистики, страхового дела и т.п. Основной функцией таких специалистов ("риск-менеджеров") является управление финансовыми рисками предприятия. Стратегическое управление финансовыми рисками предприятия представляет собой систему принципов и методов разработки и реализации рискованных финансовых решений, обеспечивающих всестороннюю оценку различных видов финансовых рисков и нейтрализацию их возможных негативных финансовых последствий в процессе его стратегического развития. В условиях формирования рыночных отношений проблема эффективного управления финансовыми рисками предприятия приобретает все большую актуальность. Это управление играет активную роль в общей системе стратегического финансового менеджмента, обеспечивая надежное достижение целей финансовой деятельности предприятия.

Главной целью стратегического управления финансовыми рисками является обеспечение финансовой безопасности предприятия в процессе его развития и предотвращение возможного снижения его рыночной стоимости. Стратегическое управление финансовыми рисками предприятия, обеспечивающее реализацию его главной цели, осуществляется последовательно по таким основным этапам (рис. 13.4):

1. Формирование информационной базы управления финансовыми рисками. Эффективность управления финансовыми рисками предприятия во многом определяется используемой в этих целях информационной базой. Формирование такой информационной базы в зависимости от вида осуществляемых финансовых операций и отдельных

ЭТАПЫ ПРОЦЕССА УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСОВЫМИ РИСКАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ
1. Формирование информационной базы управления финансовыми рисками
2. Идентификация финансовых рисков
3. Оценка уровня финансовых рисков
4. Оценка возможностей снижения исходного уровня финансовых рисков
5. Установление системы критериев принятия рискованных решений
6. Принятие рискованных решений
7. Выбор и реализация методов нейтрализации возможных негативных последствий финансовых рисков
8. Мониторинг и контроль финансовых рисков

Рисунок 13.4. Основные этапы процесса стратегического управления финансовыми рисками предприятия.

направлений финансовой деятельности предусматривает включение в ее состав данных о динамике факторов внешней финансовой среды и конъюнктуры финансового рынка в разрезе отдельных его сегментов, финансовой устойчивости и платежеспособности потенциальных дебиторов — покупателей продукции, финансовом потенциале партнеров по инвестиционной деятельности, портфеле предлагаемых страховых продуктов и рейтинге отдельных страховых компаний и других.

В процессе оценки качества сформированной информационной базы проверяется ее полнота для характеристики отдельных видов рисков; возможность построения необходимых рядов динамики (для оценки уровня рисков, проявляемых в динамике — инфляционного, валютного, процентного и т.п.) и требуемых группировок (при оценке статических видов рисков, например, кредитного, криминального и т.п.); возможность сопоставимой оценки сумм финансовых потерь в едином уровне цен; надежность источников информации (собственная информационная база, публикуемые статистические данные и т.п.). Следует иметь в виду, что недостаточная или некачественная информационная база, используемая предприятием, усиливает субъективизм последующей оценки уровня рисков, а, следовательно, снижает эффективность всего дальнейшего процесса риск-менеджмента.

2. Идентификация финансовых рисков. Такая идентификация осуществляется по следующим стадиям:

На первой стадии идентифицируются факторы риска, связанные с финансовой деятельностью предприятия в целом. В процессе этой идентификации факторы подразделяются на внешние и внутренние. Система основных факторов, генерирующих основные виды финансовых рисков предприятия, приведены на рис. 13.5.

На второй стадии в разрезе каждого направления финансовой деятельности

(отдельных видов финансовых операций) определяются присущие им внешние или систематические виды финансовых рисков. В связи со спецификой финансовой деятельности предприятия отдельные из рассмотренных в процессе классификации видов систематических финансовых рисков из формируемого перечня исключаются (речь идет о валютном риске, если предприятие не осуществляет внешнеэкономической деятельности; процентном риске, если предприятие не осуществляет депозитных операций и не привлекает финансовый кредит и т.п.).

На третьей стадии определяется перечень внутренних или несистематических (специфических) финансовых рисков, присущих отдельным видам финансовой деятельности или намечаемых финансовых операций предприятия (риск снижения финансовой устойчивости, риск неплатежеспособности, кредитный риск и т.п.).

ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ, ГЕНЕРИРУЮЩИЕ ФИНАНСОВЫЕ РИСКИ ПРЕДПРИЯТИЯ	
ВНЕШНИЕ ФАКТОРЫ	Снижение темпов экономической динамики
	Ужесточение государственного регулирования финансовой деятельности предприятий
	Увеличение темпов инфляции
	Высокая колеблемость процентной ставки на финансовом рынке
	Высокая колеблемость курсов иностранных валют
	Изменение конъюнктуры в отдельных сегментах финансового рынка
	Уровень криминогенной обстановки в стране (регионе)
	Факторы форс-мажорной группы
ВНУТРЕННИЕ ФАКТОРЫ	Низкая доля собственного капитала предприятия в общем используемом его объеме
	Недостаточный удельный вес высоколиквидных активов предприятия
	Высокий уровень инвестиционной активности предприятия
	Несбалансированность и несинхронность формирования отдельных видов денежных потоков
	Низкий удельный вес собственных финансовых ресурсов, формируемых из внутренних источников
	Недостаточное использование прогрессивных финансовых инструментов и технологий осуществления финансовых операций
	Недостаточность используемой информационной базы риск-менеджмента
	Недостаточный уровень квалификации финансовых менеджеров

Рисунок 13.5. Система основных факторов, генерирующих финансовые риски предприятия.

На четвертой стадии формируется предполагаемый общий портфель финансовых рисков, связанных с предстоящей финансовой деятельностью предприятия (включая возможные систематические и несистематические финансовые риски).

На пятой стадии на основе портфеля идентифицированных финансовых рисков определяются сферы наиболее рискованных видов и направлений финансовой деятельности предприятия по критерию широты генерируемых ими рисков.

3. Оценка уровня финансовых рисков. В системе риск-менеджмента этот этап представляется наиболее сложным, требующим использования современного методического инструментария, высокого уровня технической и программной

оснащенности финансовых менеджеров, а также привлечения в необходимых случаях квалифицированных экспертов.

На первой стадии определяется вероятность возможного наступления рисков события по каждому виду идентифицированных финансовых рисков. С этой целью используется обширный методический инструментарий оценки, позволяющий оценить уровень этой вероятности в конкретных условиях. Выбор отдельных методов оценки определяется следующими факторами:

- видом финансового риска;
- полнотой и достоверностью информационной базы, сформированной для оценки уровня вероятности различных финансовых рисков;
- уровнем квалификации финансовых менеджеров (риск-менеджеров), осуществляющих оценку; степенью их подготовленности к использованию современного математического и статистического аппарата проведения такой оценки;
- технической и программной оснащенностью финансовых менеджеров (риск-менеджеров), возможностью использования современных компьютерных технологий проведения такой оценки;
- возможностью привлечения к оценке сложных финансовых рисков квалифицированных экспертов и др.

На этой же стадии формируется группа финансовых рисков предприятия, вероятность реализации которых определить невозможно (группу финансовых рисков, реализуемых "в условиях неопределенности").

На второй стадии определяется размер возможного финансового ущерба при наступлении рисков события. Этот ущерб характеризует максимально возможный убыток от осуществления финансовой операции или определенного вида финансовой деятельности без учета возможных мероприятий по нейтрализации негативных последствий финансового риска. Финансовый ущерб выражается суммой потери ожидаемой прибыли, дохода или капитала, связанного с осуществлением рассматриваемой финансовой операции, при наихудшем сценарии развития событий. Методика оценки размера возможного финансового ущерба при наступлении рисков события должна учитывать как прямые, так и косвенные убытки предприятия (в форме упущенной выгоды, возможного предъявления претензий со стороны контрагентов и третьих лиц и т.п.).

Размер возможных финансовых потерь определяется характером осуществления финансовых операций, объемом задействованных в них активов (капитала) и максимальным уровнем амплитуды колеблемости доходов при соответствующих видах финансовых рисков. На основе этого определения производится группировка осуществляемых (намечаемых к осуществлению) финансовых операций по размеру возможных финансовых потерь.

В стратегическом финансовом менеджменте используется следующая группировка финансовых операций по зонам риска с позиций возможных финансовых потерь при наступлении рисков случая (рис. 13.6):

- а) безрисковая зона. В связи с безрисковым характером осуществляемых в ней операций возможные финансовые потери по ним не прогнозируются. К таким финансовым операциям могут быть отнесены хеджирование, инвестирование средств в государственные краткосрочные облигации (при низких темпах инфляции в стране) и другие;
- б) зона допустимого риска. Критерием допустимого уровня финансовых рисков является возможность потерь по рассматриваемой финансовой операции в размере расчетной суммы прибыли;
- в) зона критического риска. Критерием критического уровня финансовых рисков является возможность потерь по рассматриваемой финансовой операции в размере расчетной суммы дохода. В этом случае убыток предприятия будет исчисляться суммой понесенных им затрат (издержек);



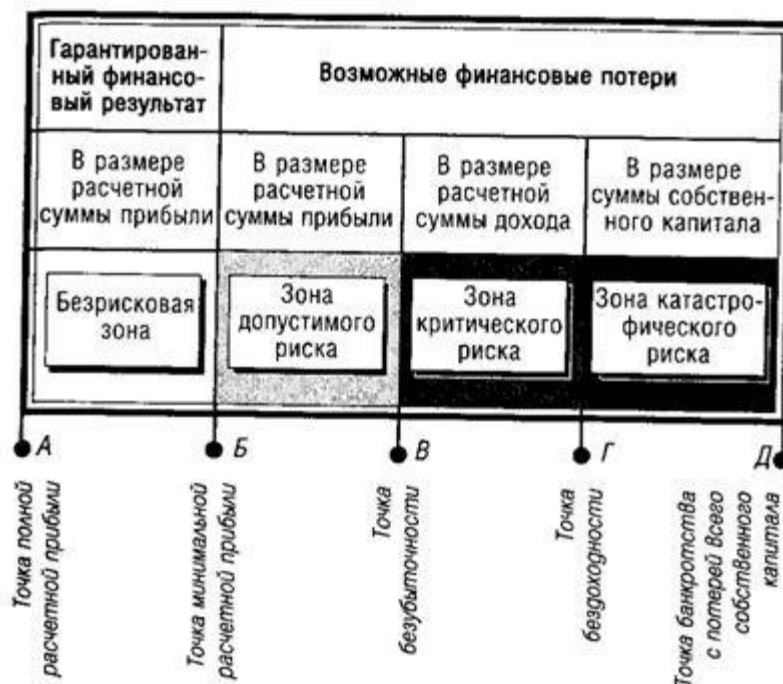


Рисунок 13.6. Характеристика различных зон финансовых рисков.

г) зона катастрофического риска. Критерием катастрофического уровня финансовых рисков является возможность потерь по рассматриваемой финансовой операции в размере всего собственного капитала или существенной его части. Такие финансовые операции при неудачном их исходе приводят обычно предприятие к банкротству.

Результаты проведенной группировки позволяют оценить уровень концентрации финансовых операций в различных зонах риска по размеру возможных финансовых потерь. Для этого определяется какой удельный вес занимают отдельные финансовые операции в каждой из соответствующих зон риска. Выделение операций с высоким Уровнем концентрации в наиболее опасных зонах риска (зонах катастрофического или критического риска) позволяет рассматривать их как объект повышенного внимания в процессе дальнейших этапов управления финансовыми рисками.

На третьей стадии с учетом вероятности наступления рискового события и связанного с ним возможного финансового ущерба (ожидаемых финансовых потерь) определяется общий исходный уровень финансового риска по отдельным финансовым операциям или отдельным видам финансовой деятельности.

4. Оценка возможностей снижения исходного уровня финансовых рисков. Эта оценка осуществляется последовательно по таким основным стадиям.

На первой стадии определяется уровень управляемости рассматриваемых финансовых рисков. Этот уровень характеризуется конкретными факторами, генерирующими отдельные виды финансовых рисков (их принадлежности к группе внешних или внутренних факторов), наличием соответствующих механизмов возможного внутреннего их страхования, возможностями распределения этих рисков между партнерами по финансовым операциям и т.п.

На второй стадии изучается возможность передачи рассматриваемых рисков страховым компаниям. В этих целях определяется, имеются ли на страховом рынке соответствующие виды страховых продуктов, оценивается стоимость и другие условия предоставления страховых услуг.

На третьей стадии оцениваются внутренние финансовые возможности предприятия по обеспечению снижения исходного уровня отдельных финансовых рисков — созданию соответствующих резервных денежных фондов, оплате посреднических

услуг при хеджировании рисков, оплате услуг страховых компаний и т.п. При этом затраты по возможному снижению исходного уровня финансовых рисков сопоставляются с ожидаемым уровнем доходности соответствующих финансовых операций.

5. Установление системы критериев принятия рискованных решений. Формирование системы таких критериев базируется на финансовой философии предприятия и конкретизируется с учетом политики осуществления управления различными аспектами его финансовой деятельности (политики формирования финансовых ресурсов, политики финансирования активов, политики реального и финансового инвестирования, политики управления денежными потоками и т.п.).

Дифференцированная в разрезе отдельных аспектов финансовой деятельности система критериев выражается обычно показателем предельно допустимого уровня финансовых рисков.

6. Принятие рискованных решений. На основе оценки исходного уровня финансового риска, возможностей его снижения и установленных значений предельно допустимого их уровня процедура принятия рискованных решений сводится к двум альтернативам — принятию финансового риска или его избеганию. Вместе с тем обоснование таких альтернатив является довольно сложным процессом и осуществляется на основе обширного арсенала методов, которые рассматриваются в следующем разделе.

В отдельных случаях на предприятии может быть установлена дифференциация полномочий финансовых менеджеров различного уровня управления по принятию финансовых рисков, генерирующих различную степень угрозы финансовой безопасности предприятия.

7. Выбор и реализация методов нейтрализации возможных негативных последствий финансовых рисков. Такая нейтрализация призвана обеспечить снижение исходного уровня принятых финансовых рисков до приемлемого его значения. Процесс нейтрализации возможных негативных последствий финансовых рисков заключается в разработке и осуществлении предприятием конкретных мероприятий по уменьшению вероятности возникновения отдельных видов рисков и снижению размера связанных с ними ожидаемых финансовых потерь. Эти меры предусматривают использование как внутренних механизмов нейтрализации финансовых рисков, так и внешнего их страхования. В процессе разработки и реализации мер по нейтрализации финансовых рисков обеспечивается принцип экономичности управления ими. Система методов нейтрализации возможных негативных последствий финансовых рисков, используемых предприятием, подробно рассматривается в специальном разделе.

8. Мониторинг и контроль финансовых рисков. Мониторинг финансовых рисков предприятия строится в разрезе следующих основных блоков:

- мониторинг факторов, генерирующих финансовые риски;
- мониторинг реализации мер по нейтрализации возможных негативных последствий финансовых рисков;
- мониторинг бюджета затрат, связанных с управлением финансовыми рисками;
- мониторинг результатов осуществления рискованных финансовых операций и видов финансовой деятельности.

В процессе контроля финансовых рисков на основе их мониторинга и результатов анализа при необходимости обеспечивается корректировка ранее принятых стратегических управленческих решений, направленная на достижение предусмотренного уровня финансовой безопасности предприятия.

# Методический инструментарий учета фактора риска при подготовке стратегических финансовых решений

Стратегическое управление финансовыми рисками базируется на обширной методическом инструментарии учета фактора риска, позволяющем решать связанные с ним конкретные задачи перспективного финансового развития предприятия. Дифференциация этого методического инструментария отражает следующую систематизацию задач учета фактора риска при подготовке стратегических финансовых решений (рис. 13.7).

I. Методический инструментарий оценки уровня финансового риска является наиболее обширным, так как включает в себя разнообразные экономико-статистические, экспертные, аналоговые методы осуществления такой оценки. Выбор конкретных 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 расчетных показателей такой оценки относятся:

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

$$УР = ВР \times РП$$
 где УР — уровень соответствующего финансового риска;

ДИФФЕРЕНЦИАЦИЯ МЕТОДИЧЕСКИХ ПОДХОДОВ К УЧЕТУ ФАКТОРА РИСКА ПРИ ПОДГОТОВКЕ СТРАТЕГИЧЕСКИХ ФИНАНСОВЫХ РЕШЕНИИ		
Методический инструментарий оценки уровня финансового риска	Методический инструментарий формирования необходимого уровня доходности финансовых операций с учетом фактора риска	Методический инструментарий оценки стоимости денежных средств с учетом фактора риска
Экономико-статистические методы оценки	Определение необходимого размера премии за риск	Оценка будущей стоимости денежных средств
Экспертные методы оценки	Определение общего уровня доходности финансовых операций	Оценка настоящей стоимости денежных средств
Аналоговые методы оценки		

Рисунок 13.7. Систематизация основных методических подходов к учету фактора риска при подготовке стратегических финансовых решений.

Уровень соответствующего финансового риска = Вероятность возникновения данного финансового риска 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 расчете по данному 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. Расчет дисперсии осуществляется по следующей формуле:

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

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 распространенных при оценке уровня индивидуального финансового риска, так же как и дисперсия определяющий степень колеблемости и построенный на ее основе. Он рассчитывается по следующей формуле:

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

где  $\sigma$  — среднеквадратическое (стандартное) отклонение;

$R_i$  — 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.

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

Коэффициент вариации = Среднеквадратическое (стандартное) отклонение / Среднее ожидаемое значение дохода по рассматриваемой финансовой операции.

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. Расчет этого показателя осуществляется по формуле:  $\beta = \frac{\text{Корреляция} \times \sigma_{\text{инд}}}{\sigma_{\text{рынка}}}$

Бета-коэффициент = (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

Среднеквадратическое (стандартное) отклонение доходности по индивидуальному

виду ценных бумаг (или по их портфелю в целом)) / Среднеквадратическое (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 расчетов 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 более развернутой 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 определенной 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 учетом фактора риска позволяет обеспечить четкую количественную пропорциональность этих двух показателей в процессе управления финансовой деятельностью предприятия.

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

Уровень премии за риск по конкретному финансовому (фондовому) инструменту = (Средняя норма доходности на финансовом рынке - Безрисковая норма доходности на финансовом рынке) Бета-коэффициент, характеризующий уровень систематического риска по конкретному финансовому (фондовому) инструменту.

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

Сумма премии за риск по конкретному финансовому (фондовому) инструменту в настоящей стоимости = Стоимость (котируемая цена) конкретного финансового (фондового) инструмента Уровня премии за риск по конкретному финансовому (фондовому) инструменту, выраженный десятичной дробью.

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

Общий уровень доходности по конкретному финансовому (фондовому) инструменту с учетом фактора риска = Безрисковая норма доходности на финансовом рынке + Уровня 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:

Коэффициент Шарпа, измеряющий избыточную доходность портфеля на единицу

риска, характеризуемую среднеквадратическим (стандартным) отклонением этой избыточной доходности = (Общий уровень доходности портфеля - Уровень доходности по безрисковому финансовому инструменту инвестирования) / (Среднеквадратическое отклонение избыточной доходности ((Общий уровень доходности портфеля - Уровень доходности по безрисковому финансовому инструменту инвестирования)

Изложенный выше методический инструментарий формирования необходимого уровня доходности финансовых операций с учетом фактора риска построен на "Модели Оценки Финансовых Активов", разработанной У. Шарпом. Графическую интерпретацию этой Модели составляет график "Линии доходности ценных бумаг" (рис. 13.8).

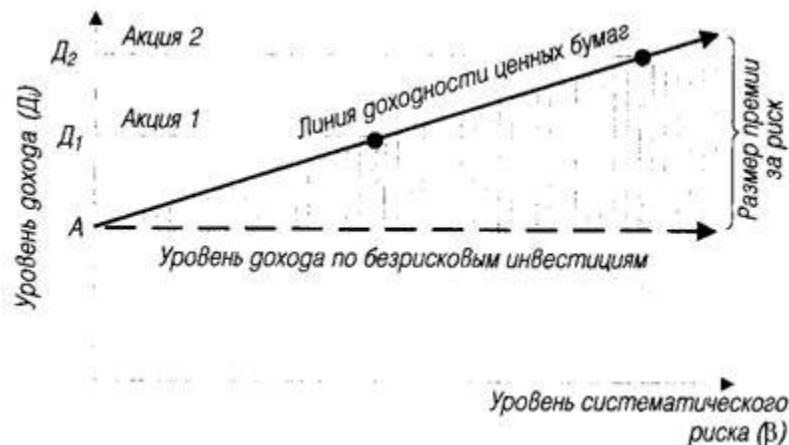


Рисунок 13.8. График „Линии доходности ценных бумаг“.

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

III. Методический инструментарий оценки стоимости денежных средств с учетом фактора риска дает возможность осуществлять расчеты как будущей, так и настоящей их стоимости с обеспечением необходимого уровня премии за риск.

1. При оценке будущей стоимости денежных средств с учетом фактора риска используется следующая формула:

Будущая стоимость вклада (денежных средств), учитывающая фактор риска = Первоначальная сумма вклада  $[(1 + \text{Безрисковая норма доходности на финансовом рынке, выраженная десятичной дробью}) (1 + \text{Уровень премии за риск по конкретному финансовому инструменту (финансовой операции), выраженный десятичной дробью})]$  количество интервалов, по которым осуществляется каждый конкретный платеж, в общем обусловленном периоде времени.

2. При оценке настоящей стоимости денежных средств с учетом фактора риска используется следующая формула:

Настоящая стоимость вклада (денежных средств), учитывающая фактор риска = Ожидаемая будущая стоимость вклада (денежных средств) /  $[(1 + \text{Безрисковая норма доходности на финансовом рынке, выраженная десятичной дробью}) (1 + \text{Уровень премии за риск по конкретному финансовому инструменту (финансовой операции), выраженный десятичной дробью})]$  количество интервалов, по которым осуществляется каждый конкретный платеж, в общем обусловленном периоде времени.

Проведенный обзор показывает, что методический инструментарий учета фактора риска при подготовке стратегических финансовых решений является довольно обширным и позволяет решать многообразные задачи в этой сфере стратегического финансового менеджмента.



# Механизмы нейтрализации финансовых рисков

Нейтрализация негативных последствий финансовых рисков является одним из основных направлений стратегии обеспечения финансовой безопасности предприятия. Такая нейтрализация осуществляется с помощью разнообразных финансовых механизмов, которые в практике стратегического финансового менеджмента принято подразделять на внутренние и внешние. В системе методов стратегического 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. Система внутренних механизмов нейтрализации финансовых рисков предусматривает использование следующих основных методов (рис. 13.9).

1. Избегание риска. Это направление нейтрализации финансовых рисков является наиболее радикальным. Оно заключается в разработке таких мероприятий внутреннего характера, которые полностью исключают конкретный вид финансового риска.

ВНУТРЕННИЕ МЕХАНИЗМЫ НЕЙТРАЛИЗАЦИИ ФИНАНСОВЫХ РИСКОВ
Избегание риска
Прочие методы
Хеджирование
Лимитирование концентрации риска
Диверсификация
Распределение риска
Самострахование

Рисунок 13.9. Система внутренних механизмов нейтрализации финансовых рисков предприятия.

К числу основных из таких мер относятся:

- отказ от осуществления финансовых операций, уровень риска по которым чрезмерно высок. Несмотря на высокую эффективность этой меры, ее 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 партнерами, систематически нарушающими контрактные обязательства. Такая формулировка избегания риска является одной из самых эффективных и наиболее распространенных. Предприятие

должно систематически анализировать состояние выполнения партнерами обязательств по заключенным контрактам, выявлять причины их невыполнения отдельными хозяйствующими субъектами и по результатам анализа периодически осуществлять необходимую ротацию партнеров по хозяйственным операциям;

- отказ от использования в высоких объемах заемного капитала. Снижение доли заемных финансовых средств в хозяйственном обороте позволяет избежать одного из наиболее существенных финансовых рисков — потери финансовой устойчивости предприятия. Вместе с тем, такое избежание риска влечет за собой снижение эффекта финансового левериджа, 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 неплатежеспособности предприятия в будущем периоде. Однако такое избежание риска лишает предприятие дополнительных доходов от расширения объемов 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.

Перечисленный и другие формы избежания финансового риска несмотря на свой радикализм в отвержении отдельных их видов лишает предприятие дополнительных источников формирования прибыли, а соответственно отрицательно влияет на темпы его экономического развития и эффективность использования собственного капитала. Поэтому в системе внутренних механизмов нейтрализации рисков их избежание должно осуществляться очень взвешенно при следующих основных условиях:

- если отказ от одного финансового риска не влечет возникновения другого риска более высокого или однозначного уровня;
- если уровень риска несопоставим с уровнем доходности финансовой операции по шкале "доходность-риск";
- если финансовые потери по данному виду риска превышают возможности их возмещения за счет собственных финансовых средств предприятия;
- если размер дохода от операции, генерирующей определенные виды риска, незначителен, т.е. не имеет неощутимый удельный вес в формируемом положительном денежном потоке предприятия;
- если 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.

2. Лимитирование концентрации риска. 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 путем установления на предприятии соответствующих внутренних финансовых нормативов в процессе разработки политики осуществления различных аспектов финансовой деятельности.

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

- предельный размер (удельный вес) заемных средств, используемых в хозяйственной деятельности. Этот лимит устанавливается отдельно 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 отвлечение средств в дебиторскую задолженность. За счет этого финансового норматива обеспечивается лимитирование риска неплатежеспособности, инфляционного риска, а также кредитного риска. Лимитирование концентрации финансовых рисков является одним из наиболее распространенных внутренних механизмов риск—менеджмента, реализующих финансовую идеологию предприятия в части принятия этих рисков и не требующих высоких затрат.

3. Хеджирование. Этот термин используется в финансовом менеджменте в широком и узком прикладном значении. В широком толковании 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 путем осуществления соответствующих операций с производными ценными бумагами является высокоэффективным механизмом уменьшения возможных финансовых потерь при наступлении рискового события. Однако оно требует определенных 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 различают следующие механизмы хеджирования финансовых рисков:

- хеджирование с использованием фьючерсных контрактов. Оно характеризует механизм нейтрализации финансовых рисков по операциям на товарной или фондовой биржах путем проведения противоположных сделок с различными видами биржевых контрактов. Операция хеджирования с использованием фьючерсных контрактов требует совершения трех 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 путем 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 несет 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. Оно 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 оговоренной цене. В механизме нейтрализации финансовых рисков с использованием этого вида производных ценных бумаг различают хеджирование на основе опциона на покупку (предоставляющего право покупки по оговоренной цене); опциона на продажу (предоставляющего право продажи по оговоренной 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:

$$\text{Коэффициент эффективности хеджирования финансового риска} = \frac{\text{Сумма снижения возможных потерь по финансовому риску в результате хеджирования}}{\text{Полная стоимость всех затрат по хеджу}}$$

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 "оптимальный хедж" [optimal hedge], который на единицу стоимости хеджа позволяет получить максимальную сумму снижения возможных потерь по риску. Процесс такого выбора графически представлен на рис. 13.10.

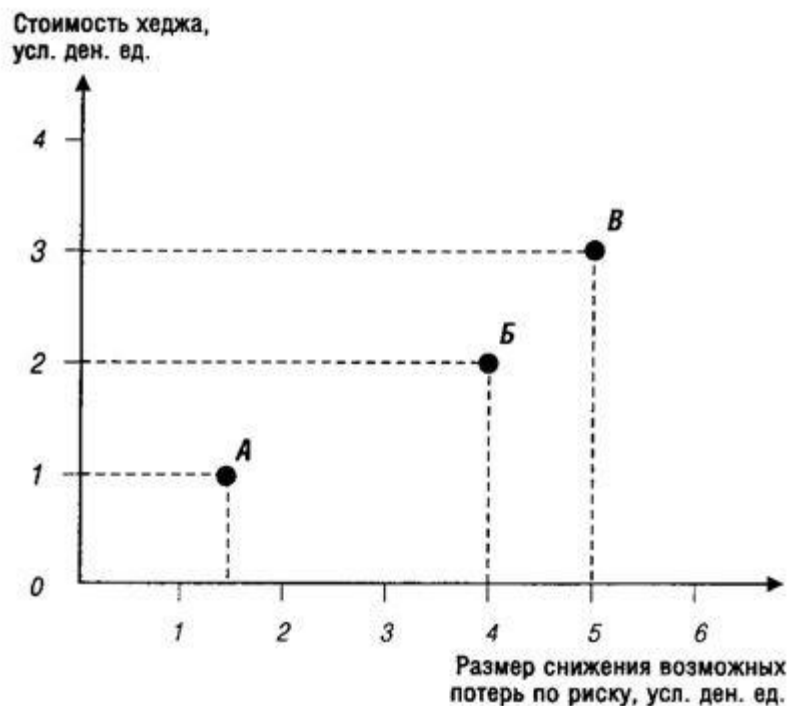


Рисунок 13.10. Графическое определение „оптимального хеджа“ по финансовому риску.

Как видно из приведенного рисунка, все три рассматриваемые варианты хеджирования финансового риска являются эффективными (размер снижения возможных потерь по риску превышает стоимость хеджа). Однако уровень этой эффективности различный: по варианту "А" на единицу стоимости хеджа приходится 1,5 единиц размера снижения возможных потерь по риску; по варианту "Б" этот показатель составляет 2,0 (4:2); по варианту "В" коэффициент эффективности хеджирования равен 1,7 (5:3). Таким образом, из рассматриваемых вариантов "оптимальным хеджем" является хедж "Б".

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

4. Диверсификация. 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 ее 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 для проведения внешнеэкономических операций нескольких видов валют. 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 путем 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 счет 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, представленных на рис. 13.11.

Характеризуя механизм диверсификации в целом, следует отметить однако, 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 дает эффекта в нейтрализации подавляющей части систематических рисков — инфляционного, налогового и других. Поэтому использование этого механизма носит на предприятии ограниченный характер.



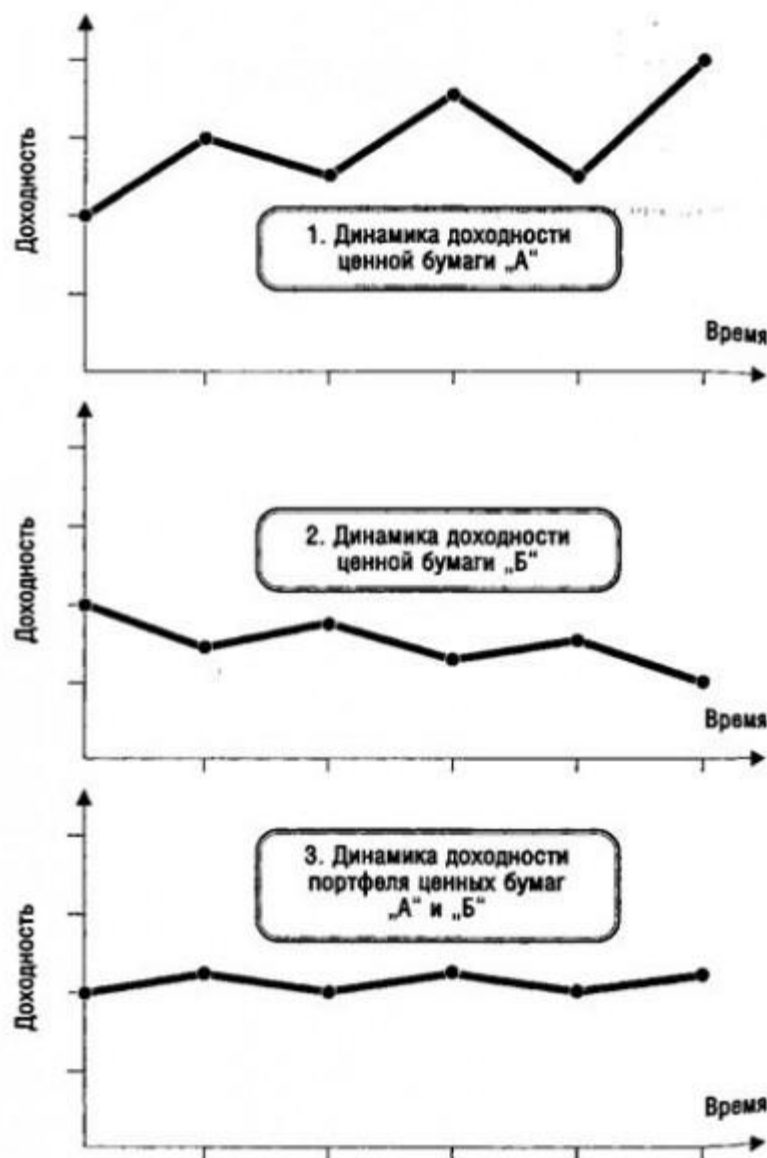


Рисунок 13.11. Влияние ковариации на уровень финансового риска при диверсификации портфеля ценных бумаг.

5. Распределение рисков. Механизм этого направления нейтрализации финансовых рисков основан на частичном их трансферте (передаче) партнерам по отдельным финансовым операциям. При этом хозяйственным партнерам передается 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 получили широкое распространение следующие основные направления распределения рисков (их трансферта партнерам):

- распределение риска между участниками инвестиционного проекта. В процессе такого распределения предприятие может осуществить трансферт подрядчикам финансовых рисков, связанных с невыполнением календарного плана строительно-монтажных работ, низким качеством этих работ, хищением переданных им строительных материалов и некоторых других. Для предприятия, осуществляющего трансферт таких рисков, их нейтрализация заключается в переделке работ за счет подрядчика, выплаты им сумм неустоек и штрафов и в других формах возмещения понесенных потерь;
- распределение риска между предприятием и поставщиками сырья и материалов.

Предметом такого распределения являются прежде всего финансовые риски, связанные с потерей (порчей) имущества (активов) в процессе их транспортирования и осуществления погрузо-разгрузочных работ. Формы такого распределения рисков регулируются соответствующими международными правилами — "ИНКОТЕРМС—2000";

- распределение риска между участниками лизинговой операции. Так, при оперативном лизинге предприятие передает 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 передается 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 партнерами, отражаемых согласованными с ними условиями соответствующих контрактов.

6. Резервирование. Механизм этого направления нейтрализации 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 резервного (страхового) фонда предприятия. Он создается в соответствии с требованиями законодательства и устава предприятия. На его формирование направляется не менее 5% суммы прибыли, полученной предприятием в отчетном периоде;
- 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 безнадежной дебиторской задолженности по кредитным операциям предприятия и т.п. Перечень таких фондов, источники их формирования и размеры отчислений в них определяются уставом предприятия и другими внутренними документами и нормативами;
- формирование резервных сумм финансовых ресурсов в системе бюджетов, доводимых различным центрам 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 потребности в страховых запасах по отдельным элементам оборотных активов устанавливается в процессе их нормирования;

Используя этот механизм нейтрализации финансовых рисков, необходимо иметь в виду, что страховые резервы во всех их формах, хотя и позволяют быстро возместить понесенные 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 могут быть отнесены:

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

7. Прочие методы внутренней нейтрализации финансовых рисков. К числу основных из таких методов, используемых предприятием, могут быть отнесены:

- обеспечение востребования с контрагента по финансовой операции дополнительного уровня премии за риск. Если уровень риска по намечаемой к осуществлению финансовой операции превышает расчетный уровень дохода по ней (по шкале "доходность—риск"), необходимо обеспечить получение дополнительного дохода по ней или отказаться от ее проведения;
- получение от контрагентов определенных гарантий. Такие гарантии, связанные с нейтрализацией негативных финансовых последствий при наступлении рискового события, могут быть предоставлены в форме поручительства, гарантийных писем третьих лиц, страховых 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 партнерам предприятия избегать в ряде случаев финансовой ответственности за невыполнение своих контрактных обязательств;
- обеспечение компенсации возможных финансовых потерь по рискам за счет предусматриваемой системы штрафных санкций. Это направление нейтрализации финансовых рисков предусматривает расчет 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 расчетного дохода, инфляцией, снижением стоимости денег во времени и т.п.

Выше были рассмотрены лишь основные внутренние механизмы нейтрализации финансовых рисков. Они могут быть существенно дополнены с учетом специфики финансовой деятельности предприятия и конкретного состава портфеля его финансовых рисков.

Внешние механизмы нейтрализации финансовых рисков предприятия представляют собой систему методов их страхования специальными страховыми компаниями (страховщиками).

В процессе страхования предприятию обеспечивается страховая защита по всем основным видам его финансовых рисков — как систематических, так и несистематических. При этом объем возмещения негативных последствий финансовых рисков страховщиками не ограничивается.

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 критериев, основными из которых являются (рис. 13.12).

1. Страхуемость риска. Несмотря на то, что законодательство не препятствует страхованию любых видов финансовых рисков предприятия, рынок страховых продуктов по этим рискам в определенной 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.

КРИТЕРИИ СТРАХОВАНИЯ ФИНАНСОВЫХ РИСКОВ ПРЕДПРИЯТИЯ
Страхуемость риска
Обязательность страхования финансового риска
Приемлемая стоимость страховой защиты по риску
Высокая степень вероятности возникновения финансового риска
Наличие у предприятия страхового интереса
Непрогнозируемость и нерегулируемость риска в рамках предприятия
Невозможность полностью возполнить финансовые потери по риску за счет собственных финансовых ресурсов

Рисунок 13.12. Основные критерии страхования финансовых рисков предприятием. Определенные 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 учетом 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 счет 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 объема финансовых потерь, понесенных 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 определенной доли финансовых потерь, понесенных при наступлении страхового события. Такая форма страхового интереса связана с возможностями использования предприятием внутренних механизмов нейтрализации отдельных финансовых рисков, эффект которых не обеспечивает однако полнообъемной ликвидации их негативных финансовых последствий.

Наличие у предприятия полного или частичного страхового интереса определяет необходимость в добровольном обращении к услугам страховщиков в поисках страховой защиты по отдельным видам финансовых рисков.

4. Невозможность полностью возполнить финансовые потери по риску за счет 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 учетом 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 их групп, если возможности их нейтрализации не обеспечиваются полностью за счет внутренних ее 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 рискованного события по отдельным финансовым рискам или рассчитать возможный размер финансового ущерба по ним. Даже если финансовый риск четко идентифицирован по виду, но его уровень не оценен, это лишает финансовых менеджеров возможности эффективного управления им, в первую очередь, выбора альтернативных мер его нейтрализации за счет внутренних механизмов. В этих случаях предпочтительным управленческим решением является передача финансового риска страховщику.

7. 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 нее следует отказаться, усилив соответствующие Меры его нейтрализации за счет 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).

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 надежность страховой защиты и ее эффективность, составляют условия страхования.

Важнейшими элементами этих условий выступают (рис. 13.13):

ОСНОВНЫЕ УСЛОВИЯ ДОГОВОРА СТРАХОВАНИЯ
Объем страховой ответственности страховщика
Размер страховой оценки имущества страхователя
Порядок выплаты страхового возмещения
Размер страховой суммы
Порядок определения размера страхового ущерба
Размер и характер страховой франшизы
Порядок уплаты страховой премии
Размер страхового тарифа (тарифной ставки)
Размер страховой премии (платежа, взноса)

Рисунок 13.13. Состав основных условий страхования финансовых рисков предприятия.

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. Объем 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 ее 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 других.

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

4. Размер страхового тарифа (тарифной ставки). Он характеризует удельную стоимость страховой услуги по отношению к страховой сумме или удельную цену страхования соответствующего вида риска. Действующие методики расчетов тарифных ставок (актуарных расчетов) предусматривают вариативность подходов к установлению их уровня — на основе математического определения вероятности наступления страхового события, экспертных оценок, использования метода аналогий и других. Тарифная ставка (или брутто-ставка) рассчитывается страховщиком как сумма нетто-ставки по конкретному виду страхования и размера нагрузки:

Страховой тариф (брутто-ставка) по конкретному виду страхования = Нетто-ставка по данному виду риска + Нагрузка страховщика по данному виду риска.

Нетто-ставка обеспечивает страховщику формирование фонда выплат страхового возмещения с учетом 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 (платеж, 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 определенного их комплекса. В основе расчета 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 платеж (одноразовая премия). Он носит, как правило, авансовый характер, т.е. выплачивается страховщику сразу 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 платеж (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 путем 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 ее 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 заключен 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 расчетов, их форму (вид платежа), возможность удержания из него невыплаченного размера страховой премии. Этот элемент определяет также условия, при которых страховое возмещение не выплачивается (при умышленном преступлении и т.п.).

С учетом 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 путем резервирования части финансовых ресурсов.

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

Стоимость активов предприятия на конец страхового периода при передаче риска страховщику > Стоимость активов предприятия на конец аналогичного периода при самостраховании финансового риска.

Рассматриваемые в процессе сравнительной оценки показатели рассчитываются по следующим формулам:

Стоимость активов предприятия на конец страхового периода при передаче риска страховщику = Стоимость активов предприятия на начало страхового периода - Общая сумма страховой премии, уплачиваемой страховщику + Уровень рентабельности активов, выраженный десятичной дробью (Стоимость активов предприятия на начало страхового периода - Общая сумма страховой премии, уплачиваемой страховщику) + Средняя сумма убытка предприятия по рассматриваемому виду риска (в рамках возможного его диапазона)

Стоимость активов предприятия на конец аналогичного периода при самостраховании финансового риска = Стоимость активов предприятия на начало страхового периода - Сумма страхового фонда, формируемого предприятием при самостраховании финансового риска + Уровень рентабельности активов, выраженный десятичной дробью (Стоимость активов предприятия на начало страхового периода - Сумма страхового фонда, формируемого предприятием при самостраховании финансового риска - Средняя сумма убытка предприятия по рассматриваемому виду риска (в рамках возможного его диапазона) + Уровень рентабельности краткосрочных финансовых инвестиций, выраженный десятичной дробью Сумма страхового фонда, формируемого предприятием при самостраховании финансового риска

Определенная на основе Модели Хаустона сравнительная эффективность передачи финансовых рисков страховщику (при условии их страхуемости) и их самострахования является основой принятия управленческих решений по этому вопросу.

## Понятие структуры капитала и принципы стратегического управления ею

В арсенале стратегических методов обеспечения финансовой безопасности предприятия в процессе его долгосрочного развития важную роль играет управление структурой капитала.

Понятие "структура капитала" до настоящего времени носит неоднозначный дискуссионный характер и поэтому требует четкого детерминирования в процессе его использования в системе стратегического финансового менеджмента. В наиболее общем виде это понятие характеризуется всеми зарубежными и отечественными экономистами как соотношение собственного и заемного капитала предприятия. Вместе с тем, при рассмотрении как собственного, так и заемного капитала предприятия, отдельными экономистами в них вкладывается различное конкретное содержание (рис. 14.1).

Изначально понятие "структура капитала" рассматривалось исключительно как соотношение используемого предприятием собственного уставного (акционерного) и долгосрочного заемного капитала. Исходя из такой трактовки содержания этого понятия практически все классические теории структуры капитала построены на исследовании соотношения в его составе удельного веса эмитируемых акций (представляющих собственный капитал) и облигаций (представляющих заемный капитал). Такой подход к характеристике понятия структуры капитала, основанный на выделении только долгосрочных (перманентных) его видов, присущ и многим современным экономистам.

По мере расширения базы практического использования концепции структуры капитала ряд экономистов предложили расширить состав рассматриваемого заемного капитала, дополнив его различными видами краткосрочного банковского кредита

ВАРИАНТЫ СООТНЕСЕНИЯ ВИДОВ СОБСТВЕННОГО И ЗАЕМНОГО КАПИТАЛА ПРИ ОПРЕДЕЛЕНИИ ЕГО СТРУКТУРЫ			
СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ ПРЕДПРИЯТИЯ	Собственный уставный (акционерный) капитал	• Долгосрочный заемный капитал	ЗАЕМНЫЙ КАПИТАЛ ПРЕДПРИЯТИЯ
	Собственный уставный (акционерный) капитал	• Долгосрочный заемный капитал • и краткосрочный банковский кредит	
	Все формы используемого собственного капитала	• Все формы используемого заемного капитала	

Рисунок 14.1. Обзор основных вариантов соотнесения различных видов капитала предприятия при определении его структуры.

Необходимость такого расширения понятия "структуры капитала" они обосновали возрастанием роли банковского кредита в финансировании хозяйственной

деятельности предприятий и широкой практикой реструктуризации краткосрочных его видов в долгосрочные.

На современном этапе существенная часть экономистов склоняется к мнению, что понятие "структура капитала" должно рассматривать все виды как собственного, так и заемного капитала предприятия. При этом в составе собственного капитала должен рассматриваться не только первоначально инвестированный его объем (акционерный, паевой или индивидуальный капитал, формирующий уставной капитал предприятия), но и накопленная в дальнейшем его часть в форме различных резервов и целевых фондов, а также предполагаемая к реинвестированию вновь сформированная прибыль ("нераспределенная прибыль").

Соответственно и заемный капитал должен рассматриваться во всех формах его использования предприятием, включая финансовый лизинг, товарный (коммерческий) кредит всех видов, текущие обязательства по расчетам и другим.

Такая трактовка понятия "структуры капитала" позволяет существенно расширить сферу практического использования этой теоретической концепции в финансовой деятельности предприятия по следующим причинам:

- она позволяет исследовать особенности и разрабатывать соответствующие рекомендации не только для крупных компаний, но и для средних и малых предприятий, доступ которых на рынок долгосрочного капитала крайне ограничен (большинство таких предприятий в условиях переходной экономики не использует формы долгосрочного заимствования капитала);
- при такой трактовке теоретический базис концепции структуры капитала полностью синхронизируется с концепцией стоимости капитала, что позволяет комплексно использовать их инструментарий в целях повышения рыночной стоимости предприятия;

- рассматриваемая трактовка понятия структуры капитала дает возможность теснее увязать при исследовании эффективность его использования с эффективностью использования активов, в которые он инвестирован. В этом случае может быть элиминирована роль структуры капитала в обеспечении роста эффективности использования совокупных активов предприятия.

С учетом рассмотренных положений понятие структуры капитала предлагается сформулировать следующим образом: "Структура капитала представляет собой соотношение всех форм собственных и заемных финансовых ресурсов, используемых предприятием в процессе своей хозяйственной деятельности для финансирования активов".

Структура капитала играет важную роль в формировании рыночной стоимости предприятия. Эта связь опосредствуется показателем средневзвешенной стоимости капитала. Поэтому концепция структуры капитала исследуется в одном теоретическом комплексе с концепцией стоимости капитала и концепцией рыночной стоимости предприятия. Характер этой взаимосвязи представлен на рис. 14.2.

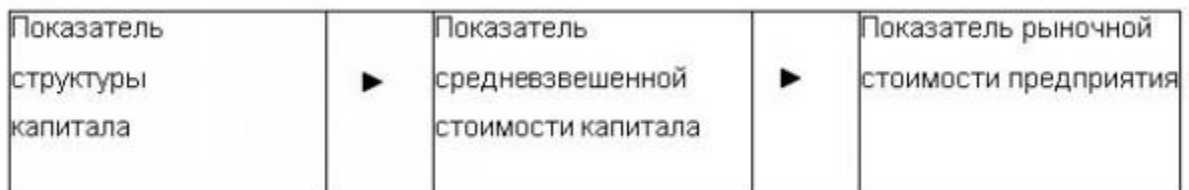


Рисунок 14.2. Система взаимосвязи показателей структуры капитала, средневзвешенной стоимости капитала и рыночной стоимости предприятия. Экономический механизм рассмотренной взаимосвязи позволяет использовать в процессе управления комплексом этих показателей единую взаимосвязанную систему критериев и методов. Используя такую методологическую систему можно оптимизируя значение структуры капитала одновременно минимизировать

средневзвешенную его стоимость и максимизировать рыночную стоимость предприятия.

Рассматривая принципы стратегического управления структурой капитала, следует отметить также, что неэффективное ее формирование генерирует наиболее серьезный вид финансового риска предприятия — снижение уровня его финансовой устойчивости в процессе стратегического развития. Практически все основные показатели (коэффициенты) финансовой устойчивости предприятия так или иначе связаны с интерпретацией соотношения собственного и заемного капитала.

Основной задачей стратегического управления структурой капитала в процессе обеспечения финансовой безопасности предприятия является ее оптимизация, процесс такой оптимизации на каждом конкретном предприятии предполагает установление целевой структуры капитала. Под целевой структурой капитала [target capital structure] понимается соотношение собственных и заемных источников формирования капитала предприятия, которое позволяет в полной мере обеспечить достижение избранного критерия ее оптимизации. Конкретная целевая структура капитала обеспечивает заданный уровень доходности и риска в деятельности предприятия, минимизирует средневзвешенную его стоимость или максимизирует рыночную стоимость предприятия. Показатель целевой структуры капитала предприятия отражает финансовую философию его собственников или менеджеров и входит в систему стратегических целевых нормативов его развития.

Показатель целевой структуры капитала изменчив в динамике и поэтому требует периодической корректировки. Ряд экономистов объясняют эту динамичность лишь теоретическим базисом, избранным для его установления, подразделяя все современные теории структуры капитала на статические (теории компромиссной концепции) и динамические (теории концепции противоречия интересов). Такая трактовка динамичности показателя структуры капитала представляется нам ошибочной. Динамизм целевой структуры капитала определяется не избранным в качестве методического инструментария теоретическим подходом, а динамизмом конкретных факторов, рассматриваемых любой теорией структуры капитала. Так, основу теорий компромиссной концепции (относимых экономистами к статичным) составляют такие факторы, как ставка ссудного процента, уровень налогообложения прибыли, уровень транзакционных издержек по привлечению капитала и некоторые другие, которые очень изменчивы в динамике (особенно высок динамизм этих факторов в условиях экономики переходного периода).

С учетом изложенного можно сделать следующий вывод: динамизм показателя целевой структуры капитала не зависит от теоретического подхода, положенного в основу методического инструментария его установления, а определяется изменчивостью системы факторов, оказывающих на него непосредственное влияние (система таких факторов рассматривается в соответствующем разделе).

Процесс стратегического управления структурой капитала связан с оценкой и отбором стратегических альтернатив, которые кроме конкретных факторов требуют учета особенностей использования предприятием как собственного, так и заемного капитала.

Собственный капитал характеризуется следующими основными положительными особенностями:

1. Простотой привлечения, так как решения, связанные с увеличением собственного капитала (особенно за счет 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, т.к. при его использовании не требуется уплата ссудного процента во всех его формах.
3. Обеспечением финансовой устойчивости развития предприятия, его платежеспособности в долгосрочном периоде, а соответственно и снижением риска банкротства.

Вместе с тем, ему присущи следующие недостатки:

1. Ограниченность объема привлечения, а следовательно и возможностей существенного расширения операционной и инвестиционной деятельности предприятия в периоды благоприятной конъюнктуры рынка на отдельных этапах его жизненного цикла.
2. Высокая стоимость в сравнении с альтернативными заемными источниками формирования капитала.
3. Неиспользуемая возможность прироста коэффициента рентабельности собственного капитала за счет привлечения заемных финансовых средств, так как без такого привлечения невозможно обеспечить превышение коэффициента финансовой рентабельности деятельности предприятия над экономической. Таким образом, предприятие, использующее только собственный капитал, имеет наивысшую финансовую устойчивость (его коэффициент автономии равен единице), но ограничивает темпы своего стратегического развития (т.к. не может обеспечить формирование необходимого дополнительного объема активов в периоды благоприятной конъюнктуры рынка) и не использует финансовые возможности прироста прибыли на вложенный капитал.

Заемный 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 объема его хозяйственной деятельности.
3. Более низкой стоимостью в сравнении с собственным капиталом за счет 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 заемного капитала имеет следующие недостатки:

1. Использование этого капитала генерирует наиболее опасные финансовые риски в хозяйственной деятельности предприятия — риск снижения финансовой устойчивости и потери платежеспособности. Уровень этих рисков возрастает пропорционально росту удельного веса использования заемного капитала.
2. Активы, сформированные за счет заемного 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 заемного 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 невыгодным в связи с наличием более дешевых 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 заемный капитал, имеет более высокий финансовый потенциал своего стратегического развития (за счет формирования дополнительного объема активов) и возможности прироста финансовой рентабельности деятельности, однако в большей мере генерирует финансовый риск и угрозу банкротства (возрастающие по мере увеличения удельного веса заемных средств в общей сумме используемого капитала).

# Финансовый леверидж

Одна из главных задач разработки стратегии обеспечения финансовой безопасности предприятия — минимизация уровня рентабельности собственного капитала при заданном уровне финансового риска — реализуется разными методами. Одним из основных механизмов реализации этой задачи является "финансовый леверидж". Финансовый леверидж характеризует использование предприятием заемных средств, которое влияет на изменение коэффициента рентабельности собственного капитала. Иными словами, финансовый леверидж представляет собой объективный фактор, возникающий с появлением заемных средств в объеме используемого предприятием капитала, позволяющий ему получить дополнительную прибыль на собственный капитал.

Показатель, отражающий уровень дополнительно генерируемой прибыли на собственный капитал при различной доле использования заемных средств, называется эффектом финансового левериджа. Он рассчитывается по следующей формуле:

Эффект финансового левериджа, заключающийся в приросте коэффициента рентабельности собственного капитала,  $\% = (1 - \text{Ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью}) \times (\text{Коэффициент валовой рентабельности активов (отношение валовой прибыли к средней стоимости активов)}, \% - \text{Средний размер процентов за кредит, уплачиваемых предприятием за использование заемного капитала, } \%) \times (\text{Средняя сумма используемого предприятием заемного капитала} / \text{Средняя сумма собственного капитала предприятия})$ .

Рассмотрим механизм формирования эффекта финансового левериджа на следующем примере (табл. 16.2):

Таблица 14.1

Формирование эффекта финансового левериджа (усл. ден. единиц)



№ п/п	Показатели	Предприятия		
		"А"	"Б"	"В"
1	2	3	4	5
1.	Средняя сумма всего используемого капитала (активов) в рассматриваемом периоде из нее:	1000	1000	1000
2.	Средняя сумма собственного капитала	1000	800	500
3.	Средняя сумма заемного капитала	—	200	500
4.	Сумма валовой прибыли (без учета расходов по уплате процентов за кредит)	200	200	200
5.	Козффициент валовой рентабельности активов (без учета расходов по уплате процентов за кредит), %	20	20	20
6.	Средний уровень процентов за кредит, %	10	10	10
7.	Сумма процентов за кредит, уплаченная за использование заемного капитала (гр.3 х гр.6 / 100 )	-	20	50
8.	Сумма валовой прибыли предприятия с учетом расходов по уплате процентов за кредит (гр. 4 - гр. 7)	200	180	150
9.	Ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью	0,3	0,3	0,3

1.	2	3	4	5
10.	Сумма налога на прибыль (гр. 8 х гр. 9)	60	54	45
11.	Сумма чистой прибыли, остающейся в распоряжении предприятия после уплаты налога (гр. 8 - гр. 10)	140	126	105
12.	Козффициент рентабельности собственного капитала или козффициент финансовой рентабельности, % (гр.11× 100 / гр.2)	14,00	15,75	21,00
13.	Прирост рентабельности собственного капитала в связи с использованием заемного капитала, в % (по отношению к предприятию "А")		1,75	7,00

Из результатов проведенных расчетов видно, что чем выше удельный вес заемных средств в общей сумме используемого предприятием капитала, тем больший уровень прибыли оно получает на собственный капитал.

Механизм формирования эффекта финансового левириджа может быть выражен графически. С использованием данных рассмотренного выше примера такой график приведен на рис. 14.3.

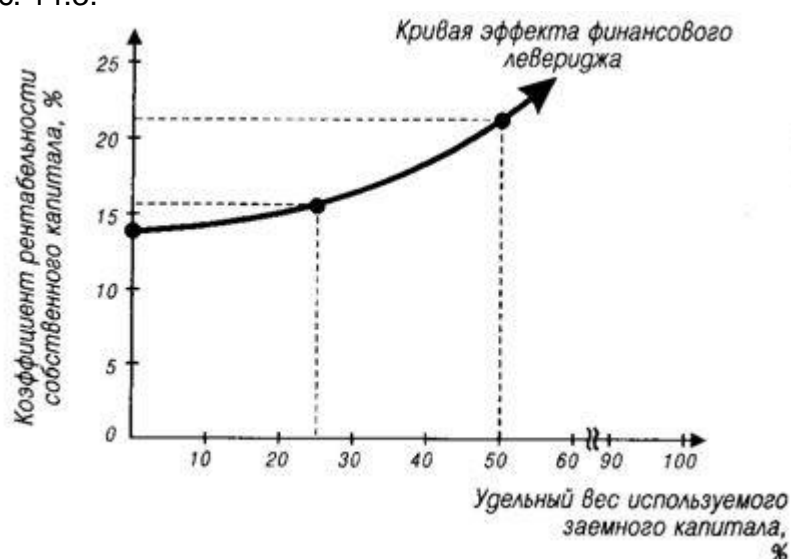


Рисунок 14.3. График формирования эффекта финансового левириджа.

Рассматривая ранее приведенную формулу расчета эффекта финансового левириджа, можно выделить в ней три основные составляющие:

- 1) Налоговый корректор финансового левириджа ( $1 - \text{Снп}$ ), который показывает в какой степени проявляется эффект финансового левириджа в связи с различным уровнем налогообложения прибыли.
- 2) Дифференциал финансового левириджа ( $\text{КВР}_\text{а} - \text{ПК}$ ), который характеризует разницу между коэффициентом валовой рентабельности активов и средним размером процента за кредит.
- 3) Коэффициент финансового левириджа ( $\text{ЗК/СК}$ ), который характеризует сумму заемного капитала, используемого предприятием, в расчете на единицу собственного

капитала.

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

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

- а) если по различным видам деятельности предприятия установлены дифференцированные ставки налогообложения прибыли;
- б) если по отдельным видам деятельности предприятие использует налоговые льготы по прибыли;
- в) если отдельные дочерние фирмы предприятия осуществляют свою деятельность в свободных экономических зонах своей страны, где действует льготный режим налогообложения прибыли;
- г) если 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 левириджа на его эффект (при прочих равных условиях).

Дифференциал финансового левириджа является главным условием, формирующим положительный эффект финансового левириджа. 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 левириджа является положительной величиной. Чем выше положительное значение дифференциала финансового левириджа, тем выше при прочих равных условиях будет его эффект.

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

Прежде всего, в период ухудшения конъюнктуры финансового рынка (в первую очередь, сокращения объема предложения на нем свободного капитала) стоимость заемных средств может резко возрасти, превысив уровень валовой прибыли, генерируемой активами предприятия.

Кроме того, снижение финансовой устойчивости предприятия в процессе повышения доли используемого заемного капитала приводит к увеличению риска его банкротства, что вынуждает кредиторов увеличивать уровень ставки процента за кредит с учетом включения в нее премии за дополнительный финансовый риск. При определенном уровне этого риска (а соответственно и уровне общей ставки процента за кредит) дифференциал финансового левириджа может быть сведен к нулю (при котором использование заемного 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 заемного капитала по высоким ставкам процента).

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

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

Коэффициент финансового левериджа является тем рычагом (leverage в дословном переводе — рычаг), который мультиплицирует (пропорционально мультипликатору или коэффициенту изменяет) положительный или отрицательный эффект, получаемый за счет соответствующего значения его дифференциала.

При положительном значении дифференциала любой прирост коэффициента финансового левериджа будет вызывать еще больший прирост коэффициента рентабельности собственного капитала, а при отрицательном значении дифференциала прирост коэффициента финансового левериджа будет приводить к еще большему темпу снижения коэффициента рентабельности собственного капитала. Иными словами, прирост коэффициента финансового левериджа мультиплицирует еще больший прирост его эффекта (положительного или отрицательного в зависимости от положительной или отрицательной величины дифференциала финансового левериджа). Аналогично снижение коэффициента финансового левериджа будет приводить к обратному результату, снижая в еще большей степени его положительный или отрицательный эффект.

Таким образом, при неизменном дифференциале коэффициент финансового левериджа 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 левериджа положительная или отрицательная динамика его дифференциала генерирует как возрастание суммы и уровня прибыли на собственный капитал, так и финансовый риск ее потери.

Знание механизма воздействия финансового левериджа на уровень прибыльности собственного капитала и уровень финансового риска позволяет целенаправленно управлять как стоимостью, так и структурой капитала предприятия в процессе его стратегического развития.

## Оптимизация структуры капитала

Оптимизация структуры капитала является одной из наиболее важных и сложных задач, решаемых в процессе стратегического финансового управления предприятием. Оптимальная структура капитала представляет собой такое соотношение использования собственных и заемных средств, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорциональность между коэффициентом финансовой рентабельности и коэффициентом финансовой устойчивости предприятия, т.е. maximизируется его рыночная стоимость. Процесс оптимизации структуры капитала предприятия осуществляется по следующим этапам (рис. 14.4):

ЭТАПЫ ОПТИМИЗАЦИИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА
1. Анализ капитала предприятия
2. Оценка основных факторов, определяющих формирование структуры капитала
3. Оптимизация структуры капитала по критерию максимизации уровня финансовой рентабельности
4. Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации уровня финансовых рисков
5. Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации его стоимости
6. Формирование стратегического норматива целевой структуры капитала

Рисунок 14.4. Содержание основных этапов процесса оптимизации структуры капитала предприятия.

1. Анализ капитала предприятия. Основной целью этого анализа является выявление тенденций динамики объема и состава капитала в предплановом периоде и их влияния на финансовую устойчивость и эффективность использования капитала. На первой стадии анализа рассматривается динамика общего объема и основных составных элементов капитала в сопоставлении с динамикой объема производства и реализации продукции; определяется соотношение собственного и заемного капитала и его тенденции; в составе заемного капитала изучается соотношение долго- и краткосрочных финансовых обязательств; 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:

- коэффициент автономии;
- коэффициент финансирования',
- коэффициент долгосрочной финансовой независимости',
- коэффициент 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;
- капиталоемкость;
- капиталоемкость реализации продукции.

2. Оценка основных факторов, определяющих формирование структуры капитала. Практика показывает, что не существует единых рецептов эффективного соотношения собственного и заемного 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, учет 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 фондоемкости производства продукции в силу высокой доли внеоборотных активов, имеет 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 заемный 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 заемного капитала, хотя для таких предприятий стоимость этого капитала может быть выше среднерыночной (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 стабильней конъюнктура этого рынка, а соответственно и стабильней спрос на продукцию предприятия, тем выше и безопасней становится использование заемного капитала. И наоборот — в условиях неблагоприятной конъюнктуры и сокращения объема реализации продукции использование заемного капитала ускоренно генерирует снижение уровня прибыли и риск потери платежеспособности; в этих условиях необходимо оперативно снижать коэффициент финансового левериджа за счет уменьшения объема использования заемного капитала.
- **Конъюнктура финансового рынка.** В зависимости от состояния этой конъюнктуры возрастает или снижается стоимость заемного капитала. При существенном возрастании этой стоимости дифференциал финансового левериджа может достичь отрицательного значения (при котором использование заемного капитала приведет к резкому снижению уровня финансовой рентабельности, а в ряде случаев — и к убыточной операционной деятельности). В свою очередь, при существенном снижении этой стоимости резко снижается эффективность использования долгосрочного заемного капитала (если кредитными условиями не оговорена соответствующая корректировка ставки процента за кредит). Наконец, конъюнктура финансового рынка оказывает 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 заемного капитала. Однако в практических условиях этот потенциал часто остается невостребованным в связи с тем, что при высоком уровне рентабельности предприятие имеет возможность удовлетворять дополнительную потребность в капитале за счет более высокого 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 объемом реализации продукции, но



имеющие в силу отраслевых особенностей ее производства низкий коэффициент операционного лeverиджа, могут в гораздо большей степени (при прочих равных условиях) увеличивать коэффициент финансового лeverиджа, т.е. использовать большую долю заемных 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 заемного капитала, снижает его финансовую гибкость, т.е. возможность оперативно формировать капитал за счет внешних источников.
- Уровень налогообложения прибыли. В условиях низких ставок налога на прибыль или использования предприятием налоговых льгот по прибыли, разница в стоимости собственного и заемного капитала, привлекаемого из внешних источников, снижается. Это связано с тем, что эффект налогового корректора при использовании заемных средств уменьшается. В этих условиях более предпочтительным является формирование капитала из внешних источников за счет эмиссии акций (привлечения дополнительного паевого капитала). В то же время при высокой ставке налогообложения прибыли существенно повышается эффективность привлечения заемного 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 заемный капитал используется в максимально возможном размере.
- Уровень концентрации собственного капитала. Для того, чтобы сохранить финансовый контроль за управлением предприятием (контрольный пакет акций или контрольный объем паевого вклада), владельцам предприятия не хочется привлекать дополнительный собственный капитал из внешних источников, даже несмотря на благоприятные к этому предпосылки. Задача сохранения финансового контроля за управлением предприятием в этом случае является критерием формирования дополнительного капитала за счет заемных средств.

С учетом этих факторов управление структурой капитала на предприятии сводится к двум основным направлениям — 1) установлению оптимальных для данного предприятия пропорций использования собственного и заемного капитала; 2) обеспечению привлечения на предприятие необходимых видов и объемов капитала для достижения расчетных показателей его структуры.

3. Оптимизация структуры капитала по критерию максимизации уровня финансовой рентабельности. Для проведения таких оптимизационных расчетов используется механизм финансового лeverиджа. Рассмотрим процесс оптимизации структуры капитала по этому критерию на следующем примере:

Таким образом, проведение многовариантных расчетов с использованием механизма финансового лeverиджа позволяет определить оптимальную структуру капитала, обеспечивающую максимизацию уровня финансовой рентабельности.

4. Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации его стоимости.

Процесс этой оптимизации основан на предварительной оценке стоимости собственного и заемного капитала при разных условиях его привлечения и осуществлении многовариантных расчетов средневзвешенной стоимости капитала. Рассмотрим процесс оптимизации структуры капитала по этому критерию на следующем примере:

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 такие три группы:

а) Внеоборотные активы.

б) Постоянная часть оборотных активов. Она представляет собой неизменную часть совокупного их размера, которая не зависит от сезонных и других колебаний объема 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 объема 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 (рис. 14.5).

СОСТАВ АКТИВОВ ПРЕДПРИЯТИЯ ↓	Консервативный подход к финансированию активов предприятия	Умеренный или компромиссный подход к финансированию активов предприятия	Агрессивный подход к финансированию активов предприятия
Переменная часть оборотных активов	КЗК	КЗК	КЗК
Постоянная часть оборотных активов	ДЗК+СК	ДЗК+СК	ДЗК+СК
Внеоборотные активы			ДЗК+СК

Условные обозначения: КЗК — краткосрочный заемный капитал;  
ДЗК — долгосрочный заемный капитал;  
СК — собственный капитал

Рисунок 14.5. Принципиальные подходы к финансированию 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 заемного (краткосрочного) капитала, т.е. оптимизировать его структуру с этих позиций.

6. 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 путем привлечения финансовых средств из соответствующих источников.

## Виды денежных потоков предприятия и задачи стратегического управления ими

Денежные потоки предприятия являются важнейшим объектом стратегического финансового менеджмента, обеспечивающего финансовую безопасность предстоящего развития предприятия. Это определяется тем, что денежные потоки обслуживают хозяйственную деятельность предприятия практически во всех ее аспектах. Образно денежный поток можно представить как систему "финансового кровообращения" хозяйственного организма предприятия. Эффективно организованные денежные потоки предприятия являются важнейшим симптомом его "финансового здоровья", предпосылкой обеспечения устойчивого роста и достижения высоких конечных результатов его хозяйственной деятельности в целом. Поэтому знание и практическое использование современных принципов, механизмов и методов эффективного управления Денежными потоками (в западной терминологии — "кэш- флоу менеджмента") позволяет обеспечить переход предприятия к новому качеству стратегического развития в рыночных условиях. Денежный поток предприятия представляет собой совокупность распределенных по отдельным интервалам рассматриваемого периода времени поступлений и выплат денежных средств, генерируемых его хозяйственной деятельностью. Понятие "денежный поток предприятия" является агрегированным, включающим в свой состав многочисленные виды этих потоков, обслуживающих хозяйственную деятельность. В целях обеспечения эффективного целенаправленного стратегического управления денежными потоками они требуют определенной классификации, которая приведена в табл. 15.1.

Таблица 15.1  
Классификация денежных потоков предприятия по основным признакам

Признаки классификации денежных потоков предприятия	Виды денежных потоков предприятия
1	2
1. По масштабам обслуживания хозяйственного процесса	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Денежный поток по предприятию в целом</li> <li>• Денежный поток по отдельным структурным подразделениям ("центрам ответственности") предприятия</li> <li>• Денежный поток по отдельным хозяйственным операциям</li> </ul>
2. По видам хозяйственной деятельности	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Денежный поток по операционной деятельности</li> <li>• Денежный поток по инвестиционной деятельности</li> <li>• Денежный поток по финансовой деятельности</li> </ul>
3. По направленности движения денежных средств	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Положительный денежный поток</li> <li>• Отрицательный денежный поток</li> </ul>

1	2
4. По методу исчисления объема денежного потока	<ul style="list-style-type: none"> <li>Валовой денежный поток</li> <li>Чистый денежный поток</li> </ul>
5. По характеру денежного потока по отношению к предприятию	<ul style="list-style-type: none"> <li>Внутренний денежный поток</li> <li>Внешний денежный поток</li> </ul>
6. По уровню достаточности объема денежного потока	<ul style="list-style-type: none"> <li>Избыточный денежный поток</li> <li>Дефицитный денежный поток</li> </ul>
7. По уровню сбалансированности объемов взаимосвязанных денежных потоков	<ul style="list-style-type: none"> <li>Сбалансированный денежный поток</li> <li>Несбалансированный денежный поток</li> </ul>
8. По периоду времени	<ul style="list-style-type: none"> <li>Краткосрочный денежный поток</li> <li>Долгосрочный денежный поток</li> </ul>
9. По значимости в формировании конечных результатов хозяйственной деятельности	<ul style="list-style-type: none"> <li>Приоритетный денежный поток</li> <li>Второстепенный денежный поток</li> </ul>
10. По методу оценки во времени	<ul style="list-style-type: none"> <li>Настоящий денежный поток</li> <li>Будущий денежный поток</li> </ul>

Рассмотрим более подробно отдельные виды денежных потоков предприятия в соответствии с приведенной их классификацией по основным признакам.

1. По масштабам обслуживания хозяйственного процесса выделяют следующие виды денежных потоков:

- денежный поток по предприятию в целом. Это наиболее агрегированный вид денежного потока, который аккумулирует все виды денежных потоков, обслуживающих хозяйственный процесс предприятия в целом;
- денежный поток по отдельным структурным подразделениям (центрам ответственности) предприятия. Такая дифференциация денежного потока предприятия определяет его как самостоятельный объект управления в системе организационно-хозяйственного построения предприятия;
- денежный поток по отдельным хозяйственным операциям. В системе хозяйственного процесса предприятия такой вид денежного потока следует рассматривать как первичный объект самостоятельного управления.

2. По видам хозяйственной деятельности в соответствии с международными стандартами учета выделяют следующие виды денежных потоков:

- денежный поток по операционной деятельности. Он характеризуется денежными выплатами поставщикам сырья и материалов; сторонним исполнителям отдельных видов услуг, обеспечивающих операционную деятельность; заработной платы персоналу, занятому в операционном процессе, а также осуществляющему управление этим процессом; налоговых платежей предприятия в бюджеты всех уровней и во внебюджетные фонды; другими выплатами, связанными с осуществлением операционного процесса. Одновременно этот вид денежного потока отражает поступления денежных средств от покупателей продукции; от налоговых

органов в порядке осуществления перерасчета излишне уплаченных сумм и некоторые другие платежи, предусмотренные международными и национальными стандартами учета;

- денежный поток по инвестиционной деятельности. Он характеризует платежи и поступления денежных средств, связанные с осуществлением реального и финансового инвестирования, продажей выбывающих основных средств и нематериальных активов, ротацией долгосрочных финансовых инструментов инвестиционного портфеля и другие аналогичные потоки денежных средств, обслуживающие инвестиционную деятельность предприятия;

- денежный поток по финансовой деятельности. Он характеризует поступления и выплаты денежных средств, связанные с привлечением дополнительного акционерного и паевого капитала, получением долгосрочных и краткосрочных кредитов и займов, уплатой в денежной форме дивидендов и процентов по вкладам собственников и некоторые другие денежные потоки, связанные с осуществлением внешнего финансирования хозяйственной деятельности предприятия.

3. По направленности движения денежных средств выделяют два основных вида денежных потоков:

- положительный денежный поток, характеризующий совокупность поступлений денежных средств на предприятие от всех видов хозяйственных операций (в качестве аналога этого термина используется термин "приток денежных средств");
- отрицательный денежный поток, характеризующий совокупность выплат денежных средств предприятием в процессе осуществления всех видов его хозяйственных операций (в качестве аналога этого термина используется термин "отток денежных средств"):

Характеризуя эти виды денежных потоков, следует обратить внимание на высокую степень их взаимосвязи. Недостаточность объемов во времени одного из этих потоков обуславливает последующее сокращение объемов другого вида этих потоков. Поэтому в системе управления денежными потоками предприятия оба эти вида денежных потоков представляют собой единый (комплексный) управляемый объект.

4. По методу исчисления объема выделяют следующие виды денежных потоков предприятия:

- валовой денежный поток. Он характеризует всю совокупность поступлений или расходования денежных средств в рассматриваемом периоде времени в разрезе отдельных его интервалов;
- чистый денежный поток. Он характеризует разницу между положительным и отрицательным денежными потоками (между поступлением и расходованием денежных средств) в рассматриваемом периоде времени в разрезе отдельных его интервалов. Чистый денежный поток является важнейшим результатом хозяйственной деятельности предприятия, во многом определяющим финансовое равновесие и темпы возрастания его рыночной стоимости. Расчет чистого денежного потока по предприятию в целом, отдельным структурным его подразделениям (центрам ответственности), различным видам хозяйственной деятельности или отдельным хозяйственным операциям осуществляется по следующей формуле:  
Сумма чистого денежного потока в рассматриваемом периоде времени = Сумма положительного денежного потока (поступлений денежных средств) в рассматриваемом периоде времени - Сумма отрицательного денежного потока (расходования денежных средств) в рассматриваемом периоде времени.

Как видно из этой формулы, в зависимости от соотношения объемов положительного и отрицательного потоков сумма чистого денежного потока может характеризоваться как положительной, так и отрицательной величинами, определяющими конечный результат соответствующей хозяйственной деятельности предприятия и влияющими в конечном итоге на формирование размера остатка его денежных активов.

5. По характеру денежного потока по отношению к предприятию он подразделяется на два вида:



- **внутренний денежный поток.** Он характеризует совокупность поступления и расходования денежных средств в рамках предприятия. Эти поступления и выплаты связаны с операциями, обусловленными денежными отношениями предприятия с персоналом, учредителями (акционерами), дочерними структурными подразделениями и т.п. В общем денежном потоке предприятия его внутренний денежный поток занимает небольшой удельный вес;

- **внешний денежный поток.** Этот вид денежного потока обслуживает операции предприятия, связанные с его денежными отношениями с хозяйственными партнерами (поставщиками сырья и материалов, покупателями продукции, коммерческими банками, страховыми компаниями и т.п.) и государственными органами (налоговыми органами, таможенными службами, арбитражным судом и т.п.). Объем этого вида денежного потока составляет преимущественную часть совокупного денежного потока предприятия.

6. По уровню достаточности объема выделяют следующие виды денежных потоков предприятия:

- **избыточный денежный поток.** Он характеризует такой денежный поток, при котором поступления денежных средств существенно превышают реальную потребность предприятия в целенаправленном их расходовании. Свидетельством избыточного денежного потока является высокая положительная величина чистого денежного потока, не используемого в процессе осуществления хозяйственной деятельности предприятия;

- **дефицитный денежный поток.** Он характеризует такой денежный поток, при котором поступления денежных средств существенно ниже реальных потребностей предприятия в целенаправленном их расходовании. Даже при положительном значении суммы чистого денежного потока он может характеризоваться как дефицитный, если эта сумма не обеспечивает плановую потребность в расходовании денежных средств по всем предусмотренным направлениям хозяйственной деятельности предприятия. Отрицательное же значение суммы чистого денежного потока автоматически делает этот поток дефицитным.

7. По уровню сбалансированности объемов взаимосвязанных денежных потоков различают следующие их виды:

- **сбалансированный денежный поток.** Он характеризует такой вид совокупного денежного потока по отдельной хозяйственной операции, структурному подразделению ("центру ответственности") или предприятию в целом, по которому обеспечена сбалансированность между объемами положительного и отрицательного их видов (с учетом предусмотренного прироста запаса денежных средств). Балансовая связь между отдельными видами денежных потоков в этом случае имеет следующий вид:

Сумма положительного денежного потока (поступления денежных средств) в рассматриваемом периоде времени = Сумма отрицательного денежного потока (расходования денежных средств) в рассматриваемом периоде времени + Предусмотренный прирост суммы запаса денежных средств в рассматриваемом периоде времени;

- **несбалансированный денежный поток.** Он характеризует такой вид совокупного денежного потока по отдельной хозяйственной операции, структурному подразделению ("центру ответственности") или предприятию в целом, по которому выше рассмотренная балансовая связь не обеспечивается. В рамках предприятия в целом несбалансированным является как дефицитный, так и избыточный совокупный денежный поток.

8. По периоду времени выделяют два основных вида денежного потока:

- **краткосрочный денежный поток.** Он характеризует такой денежный поток, по которому период от начала денежных поступлений или выплат до полного их завершения не превышает одного года;

- **долгосрочный денежный поток.** Он характеризует такой денежный поток, по которому период от начала денежных поступлений или выплат до полного их

завершения превышает один год.

Классификация денежного потока по этому признаку используется, как правило, для характеристики отдельных хозяйственных операций предприятия. Краткосрочный денежный поток характерен для преимущественной части хозяйственных операций, связанных с операционной и частично с финансовой деятельностью предприятия (получение, обслуживание и возврат краткосрочных кредитов и займов).

Долгосрочный денежный поток характерен для преимущественной части хозяйственных операций, связанных с инвестиционной (реализация реальных инвестиционных проектов, инвестирование в акции и долгосрочные облигации) и частично с финансовой деятельностью предприятия (получение, обслуживание и возврат долгосрочных кредитов и займов).

9. По значимости в формировании конечных результатов хозяйственной деятельности различают следующие два вида денежного потока предприятия:

- **приоритетный денежный поток.** Он характеризует такой вид денежного потока, по отдельным хозяйственным операциям или видам деятельности, который генерирует высокий уровень формирования чистого денежного потока (или чистой прибыли). Приоритетным считается денежный поток, связанный с реализацией продукции, осуществлением высокодоходных инвестиционных операций и т.п.;
- **второстепенный денежный поток.** Он характеризует такой вид денежного потока, который в силу своей функциональной направленности или незначительного объема не оказывает существенного влияния на формирование конечных результатов хозяйственной деятельности. Примером такого денежного потока является выдача под отчет и возврат подотчетными лицами денежных средств.

10. По методу оценки во времени выделяют следующие виды денежного потока:

- **настоящий денежный поток.** Он характеризует денежный поток предприятия как единую сопоставимую его величину, приведенную по стоимости к текущему моменту времени;
- **будущий денежный поток.** Он характеризует денежный поток предприятия как единую сопоставимую его величину, приведенную по стоимости к конкретному предстоящему моменту времени. Понятие будущий денежный поток может использоваться и как номинальная его величина в предстоящем моменте времени (или в разрезе предстоящих интервалов будущего периода), которая применяется для дисконтирования в целях приведения к настоящей стоимости.

Рассматриваемые виды денежного потока предприятия отражают содержание концепции оценки стоимости денег во времени применительно к хозяйственным операциям предприятия.

Рассмотренная классификация позволяет целенаправленно осуществлять учет, анализ и планирование денежных потоков различных видов на предприятии.

С учетом приведенной классификации организуется процесс стратегического управления денежными потоками предприятия.

Стратегическое управление денежными потоками представляет собой систему принципов и методов разработки и реализации управленческих решений, связанных с формированием, распределением и использованием денежных средств и организацией их оборота, направленных на обеспечение финансового равновесия предприятия и устойчивого его роста в процессе стратегического развития.

Как и все функциональные системы стратегического финансового менеджмента, стратегическое управление денежными потоками подчинено главной цели — возрастанию рыночной стоимости предприятия. Эту общую цель стратегическое управление денежными потоками поддерживает собственной главной целевой установкой — обеспечением постоянного финансового равновесия предприятия. В процессе реализации своей главной цели стратегическое управление денежными потоками предприятия направлено на решение следующих основных задач (табл. 15.2):

Таблица 15.2

Система основных задач, направленных на реализацию главной цели управления денежными потоками предприятия

Главная цель управления денежными потоками	Основные задачи стратегического управления денежными потоками
ОБЕСПЕЧЕНИЕ ПОСТОЯННОГО ФИНАНСОВОГО РАВНОВЕСИЯ В ПРОЦЕССЕ СТРАТЕГИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ	<p>1. Формирование достаточного объема денежных ресурсов предприятия в соответствии с потребностями его предстоящей хозяйственной деятельности.</p> <p>2. Оптимизация распределения сформированного объема денежных ресурсов предприятия по видам хозяйственной деятельности и направлениям использования.</p> <p>3. Обеспечение высокого уровня финансовой устойчивости предприятия в процессе его развития.</p> <p>4. Поддержание постоянной платежеспособности предприятия.</p> <p>5. Максимизация чистого денежного потока, обеспечивающая заданные темпы экономического развития предприятия на условиях самофинансирования.</p> <p>6. Обеспечение минимизации потерь стоимости денежных средств в процессе их хозяйственного использования на предприятии.</p>

1. Формирование достаточного объема денежных ресурсов предприятия в соответствии с потребностями его предстоящей хозяйственной деятельности. Эта задача реализуется путем определения потребности в необходимом объеме денежных ресурсов предприятия на предстоящий период, установления системы источников их формирования в предусматриваемом объеме, обеспечения минимизации стоимости их привлечения на предприятие.
2. Оптимизация распределения сформированного объема денежных ресурсов предприятия по видам хозяйственной деятельности и направлениям использования. В процессе реализации этой задачи обеспечивается необходимая пропорциональность в направлении денежных ресурсов предприятия на развитие его операционной, инвестиционной и финансовой деятельности; в рамках каждого из видов деятельности выбираются наиболее эффективные направления использования денежных ресурсов, обеспечивающие достижение наилучших конечных результатов хозяйственной деятельности и стратегических целей развития предприятия в целом.
3. Обеспечение высокого уровня финансовой устойчивости предприятия в процессе его развития. Такая финансовая устойчивость предприятия обеспечивается формированием рациональной структуры источников привлечения денежных средств, и в первую очередь, — соотношением объема их привлечения из собственных и заемных источников; оптимизацией объемов привлечения денежных средств по предстоящим срокам их возврата; формированием достаточного объема денежных ресурсов, привлекаемых на долгосрочной основе; своевременной реструктуризацией обязательств по возврату денежных средств в условиях

кризисного развития предприятия.

4. Поддержание постоянной платежеспособности предприятия. Эта задача решается в первую очередь за счет эффективного управления остатками денежных активов и их эквивалентов; формирования достаточного объема их страховой (резервной) части; обеспечения равномерности поступления денежных средств на предприятие; обеспечения синхронности формирования входящего и исходящего денежных потоков; выбора наилучших средств платежа в расчетах с контрагентами по хозяйственным операциям.

5. Максимизация чистого денежного потока, обеспечивающая заданные темпы экономического развития предприятия на условиях самофинансирования.

Реализация этой задачи обеспечивается за счет формирования денежного оборота предприятия, генерирующего наибольший объем прибыли в процессе операционной, инвестиционной и финансовой его деятельности; выбора эффективной амортизационной политики предприятия; своевременной реализации неиспользуемых активов; реинвестирования временно свободных денежных средств.

6. Обеспечение минимизации потерь стоимости денежных средств в процессе их хозяйственного использования на предприятии. Денежные активы и их эквиваленты теряют свою стоимость под влиянием факторов времени, инфляции, риска и т.п. Поэтому в процессе организации денежного оборота на предприятии следует избегать формирования чрезмерных запасов денежных средств (если это не вызывается потребностями хозяйственной практики), диверсифицировать направления и формы использования денежных ресурсов, избегать отдельных видов финансовых рисков или обеспечивать их страхование.

Все рассмотренные задачи управления денежными потоками предприятия теснейшим образом взаимосвязаны, хотя отдельные из них и носят разнонаправленный характер. Поэтому в процессе стратегического управления денежными потоками предприятия отдельные задачи должны быть оптимизированы между собой для наиболее эффективной реализации его главной цели.

## Политика управления денежными потоками предприятия

Эффективное управление денежными потоками требует формирования специальной политики этого управления как части общей финансовой стратегии предприятия.

Такая политика разрабатывается по следующим основным этапам (рис. 15.1):

1. Анализ денежных потоков предприятия в предшествующем периоде. Основной целью этого анализа является выявление уровня достаточности формирования денежных средств, эффективности их использования, а также сбалансированности положительного и отрицательного денежных потоков предприятия по объему и во времени. Анализ денежных потоков проводится по предприятию в целом, в разрезе основных видов его хозяйственной деятельности, по отдельным структурным подразделениям ("центрам ответственности").

На первой стадии анализа исследуется динамика общего объема денежного оборота предприятия.

ЭТАПЫ РАЗРАБОТКИ И РЕАЛИЗАЦИИ ПОЛИТИКИ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ
1. Анализ денежных потоков предприятия в предшествующем периоде
2. Исследование факторов, влияющих на формирование денежных потоков предприятия
3. Обоснование типа политики управления денежными потоками предприятия
4. Выбор направлений и методов оптимизации денежных потоков предприятия, обеспечивающих реализацию избранной политики управления ими
5. Обеспечение эффективного контроля реализации избранной политики управления денежными потоками предприятия

Рисунок 15.1. Основные этапы разработки и реализации политики управления денежными потоками предприятия.

В процессе этого аспекта анализа темпы прироста общего объема денежного оборота сопоставляются с темпами прироста активов предприятия, объемов производства и реализации продукции. Для оценки уровня генерирования денежных потоков в процессе хозяйственной деятельности предприятия используется показатель удельного объема денежного оборота на единицу используемых активов, который рассчитывается по следующей формуле:

Удельный объем денежного оборота предприятия на единицу используемых активов = (Сумма валового положительного денежного потока (поступления денежных средств) в рассматриваемом периоде + Сумма валового отрицательного денежного потока (расходования денежных средств) в рассматриваемом периоде) / Средняя стоимость активов предприятия в рассматриваемом периоде.

Возрастание этого показателя в динамике свидетельствует об интенсификации генерирования денежных потоков предприятия в процессе осуществления его хозяйственной деятельности и наоборот.

На этой стадии анализа особое внимание должно быть уделено рассмотрению динамики общего объема денежного оборота по операционной деятельности предприятия. В этих целях может быть использован показатель удельного объема денежного оборота предприятия на единицу реализуемой продукции, который может быть определен по следующей формуле:

Удельный объем денежного оборота на единицу реализуемой продукции = ((Сумма валового положительного денежного потока по операционной деятельности в рассматриваемом периоде + Сумма валового отрицательного денежного потока по операционной деятельности в рассматриваемом периоде) / Объем реализации продукции предприятия в рассматриваемом периоде.

При интерпретации динамики этого показателя следует учесть, что объем реализации продукции составляет преимущественную долю суммы валового положительного денежного потока по операционной деятельности. Следовательно, возрастание удельного объема денежного оборота на единицу реализованной продукции определяется при прочих равных условиях возрастанием суммы валового отрицательного денежного потока, т.е. ростом затрат на производство и сбыт продукции, что характеризуется как отрицательная тенденция.

Наконец, на этой стадии анализа следует сопоставить темпы динамики

продолжительности денежного оборота по операционной деятельности в днях с темпами динамики цикла денежного оборота (финансового цикла) предприятия. Продолжительность денежного оборота по операционной деятельности в днях рассчитывается по следующей формуле:

Продолжительность оборота по операционной деятельности в днях в рассматриваемом периоде = (Сумма положительного денежного потока по операционной деятельности в рассматриваемом периоде + Сумма отрицательного денежного потока по операционной деятельности в рассматриваемом периоде) / Однодневный объем реализации продукции предприятия в рассматриваемом периоде.

Продолжительность цикла денежного оборота (финансового цикла) предприятия определяется по следующей формуле:

Продолжительность цикла денежного оборота (финансового цикла) предприятия, в днях = (Средняя сумма запасов сырья, материалов, незавершенного производства и готовой продукции предприятия в рассматриваемом периоде + Средняя сумма текущей дебиторской задолженности предприятия по реализованной продукции в рассматриваемом периоде + Средняя сумма кредиторской задолженности предприятия по поступившей продукции в рассматриваемом периоде) / Однодневный объем реализации продукции предприятия в рассматриваемом периоде.

На второй стадии анализа рассматривается динамика объема и структуры формирования положительного денежного потока (поступления денежных средств) предприятия в разрезе отдельных источников. Основное внимание на этой стадии анализа уделяется изучению источников поступления денежных средств по видам хозяйственной деятельности предприятия. Так как основным генератором положительного денежного потока является операционная деятельность, важным показателем оценки выступает коэффициент участия операционной деятельности в формировании этого потока, который определяется по следующей формуле: Коэффициент участия операционной деятельности в формировании положительного денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде = Сумма положительного денежного потока предприятия по операционной деятельности в рассматриваемом периоде / Общая сумма положительного денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде.

В процессе исследования динамики объема и структуры формирования положительного потока по операционной деятельности предприятия основное внимание должно быть уделено соотношению источников поступления денежных средств от реализации продукции и прочих видов операционной деятельности. При изучении динамики объема и структуры положительного денежного потока по инвестиционной деятельности основное внимание следует уделять поступлению доходов от долгосрочных финансовых инструментов инвестирования, сопоставляя уровень этих доходов со средней нормой доходов на рынке капитала.

Исследуя динамику объема и структуры положительного денежного потока по финансовой деятельности, главное внимание должно быть уделено соотношению привлекаемого из внешних источников собственного и заемного капитала. Состав привлекаемых заемных денежных средств в процессе анализа должен быть дифференцирован в разрезе кратко- и долгосрочных кредитов и займов.

На третьей стадии анализа рассматривается динамика объема и структуры отрицательного денежного потока (расходования денежных средств) предприятия по отдельным направлениям затрат денежных средств. В процессе этой стадии анализа в первую очередь определяется, насколько соразмерно распределялись эти затраты по основным видам хозяйственной деятельности предприятия, носили они регулярный или чрезвычайный характер, в какой мере они были объективно обусловлены. Так как в обеспечении развития предприятия наибольшую роль играют инвестиционные затраты, важным показателем оценки выступает коэффициент участия инвестиционной деятельности в формировании отрицательного денежного потока, который рассчитывается по следующей формуле:



Коэффициент участия инвестиционной деятельности в формировании отрицательного денежного потока в рассматриваемом периоде = Сумма отрицательного денежного потока предприятия по инвестиционной деятельности в рассматриваемом периоде / Общая сумма отрицательного денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде.

В процессе исследования динамики объема и структуры формирования отрицательного денежного потока по операционной деятельности предприятия основное внимание должно быть уделено соотношению расходования денежных средств на производство и реализацию продукции, с одной стороны, и прочие виды операционной деятельности, с другой. Первый вид затрат должен быть подвергнут затем постатейному анализу издержек.

При рассмотрении динамики объема и структуры формирования отрицательного денежного потока по инвестиционной деятельности предприятия, следует определить насколько соразмерно развивались за счет расходования этих денежных средств отдельные виды активов предприятия, обеспечивающие прирост его рыночной стоимости; в каких пропорциях инвестиционные затраты были связаны с реальным и финансовым инвестированием; в каких объемах финансировалась реализация отдельных инвестиционных проектов.

Анализируя динамику объема и структуры формирования отрицательного денежного потока по финансовой деятельности, основное внимание следует обращать на своевременность погашения сумм основного долга по ранее привлеченным кредитам и займам, а также на объемы выплат и своевременность расчетов по дивидендам (процентам).

На четвертой стадии анализа рассматривается сбалансированность положительного и отрицательного денежных потоков по общему объему по предприятию в целом. В процессе этого анализа используется уравнение балансовой модели денежного потока предприятия, которое имеет следующий вид:

Сумма денежных активов предприятия на начало рассматриваемого периода +  
Общая сумма положительного денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде = Общая сумма отрицательного денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде + Сумма денежных активов предприятия на конец рассматриваемого периода

Как видно из этого уравнения, индикатором несбалансированности отдельных видов денежных потоков, генерирующей ухудшение финансовой позиции предприятия по уровню его платежеспособности, выступает уменьшение суммы денежных активов на конец рассматриваемого периода (в сравнении с их суммой на начало периода).

На пятой стадии анализа рассматривается динамика формирования суммы чистого денежного потока как важнейшего показателя оценки результативности всего финансового менеджмента, направленного на обеспечение роста рыночной стоимости предприятия.

Особое место в процессе этого анализа уделяется "качеству чистого денежного потока" — обобщенной характеристике структуры источников его формирования. Высокое качество чистого денежного потока характеризуется ростом удельного веса чистой прибыли, полученной за счет увеличения объема выпуска продукции и снижения ее себестоимости, а низкое — за счет увеличения доли чистой прибыли, связанной с осуществлением внереализационных операций, продажей внеоборотных активов и т.п.

Расчет уровня качества чистого денежного потока предприятия осуществляется по следующей формуле:

Уровень качества чистого денежного потока предприятия = Сумма чистой прибыли, полученной от реализации продукции в рассматриваемом периоде / Общая сумма чистого денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде.

Одним из аспектов анализа, осуществляемого на этой стадии, является определение достаточности генерируемого предприятием чистого денежного потока с позиций фи-

нансиремых им потребностей. В этих целях используется коэффициент достаточности чистого денежного потока, который рассчитывается по следующей формуле:

Коэффициент достаточности чистого денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде = Сумма чистого денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде / (Сумма выплат основного долга по долго- и краткосрочным кредитам и займам предприятия + Сумма прироста запасов товарно-материальных ценностей в составе оборотных активов предприятия + Сумма дивидендов (процентов), выплаченных собственникам предприятия (акционерам) на вложенный капитал (акции, паи и т.п.)

В целях устранения влияния хозяйственных циклов, расчет коэффициента достаточности чистого денежного потока предприятия рекомендуется осуществлять за три последних года (но не менее чем за полный хозяйственный год).

На шестой стадии анализа исследуется равномерность формирования денежных потоков предприятия по отдельным интервалам рассматриваемого периода времени. Учитывая, что неравномерность формирования денежных потоков предприятия во времени генерирует ряд серьезных коммерческих, финансовых и инвестиционных рисков или является их отражением, размеры временных интервалов в процессе исследования должны быть минимальными и не превышать одного месяца.

Объектами анализа равномерности денежных потоков предприятия в первую очередь должны являться:

- общий объем денежного оборота;
- общая сумма положительного денежного потока;
- общая сумма отрицательного денежного потока;
- сумма положительного денежного потока, связанного с реализацией продукции;
- сумма отрицательного денежного потока, связанного с реальным инвестированием;
- общая сумма чистого денежного потока;
- сумма чистой прибыли, полученной от реализации продукции.

Для расчета степени равномерности формирования денежных потоков предприятия по отдельным интервалам рассматриваемого периода времени используются показатели среднеквадратического (стандартного) отклонения и коэффициента вариации.

На седьмой стадии анализа исследуется синхронность формирования положительного и отрицательного денежных потоков в разрезе отдельных интервалов рассматриваемого периода времени. Необходимость такого исследования диктуется тем, что в условиях высокой неравномерности формирования различных видов денежных потоков в разрезе отдельных временных интервалов на предприятии формируются значительные объемы временно свободных денежных активов или временный их дефицит (рис. 15.2).

Показанные на рисунке временно свободные остатки денежных средств носят характер непроизводительных активов предприятия (до момента их использования в хозяйственном процессе), которые теряют свою стоимость во времени, от инфляции и по другим причинам.

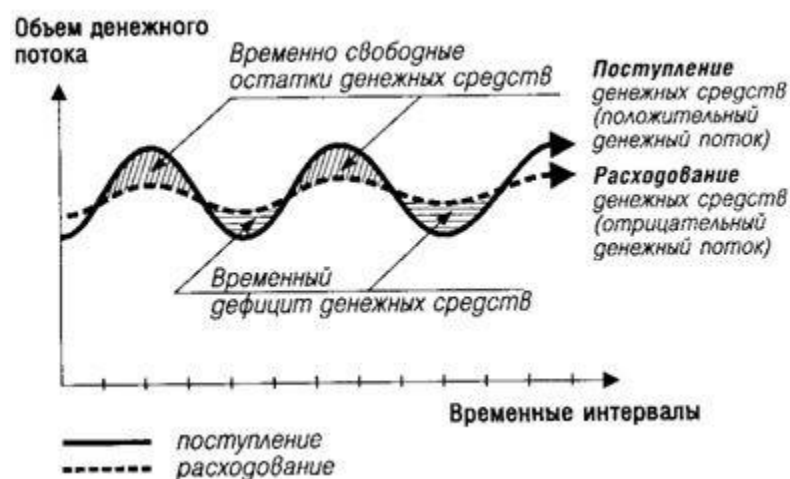


Рисунок 15.2. Неравномерность отдельных видов денежных потоков предприятия во времени.

Такие временно свободные остатки денежных средств, не трансформированные своевременно в их эквиваленты, рассматриваются как резерв повышения эффективности организации денежных потоков в предстоящем периоде. В то же время временный дефицит денежных средств, связанный с несинхронностью формирования денежных потоков, генерирует риск неплатежеспособности и несет угрозу банкротства даже при рентабельной работе предприятия, и также требует учета в процессе организации денежных потоков в предстоящем периоде. Синхронность формирования положительного и отрицательного денежных потоков в разрезе отдельных интервалов рассматриваемого периода времени характеризует одну из форм из ковариации и оценивается на основе коэффициента корреляции этих двух видов денежных потоков по следующей формуле:

$$KK_{дп} = \sum_{i=1}^n \left( \frac{ПДП_i - \overline{ПДП}}{\sigma_{одп}} \right) \times \left( \frac{ОДП_i - \overline{ОДП}}{\sigma_{одп}} \right)$$

где  $KK_{дп}$  — коэффициент корреляции положительного и отрицательного денежных потоков предприятия в рассматриваемом периоде;

$Р_{п.о}$  — частота возникновения отклонений положительного и отрицательного денежных потоков в рассматриваемом периоде;

$ПДП_t$  — сумма положительных денежных потоков в одном интервале рассматриваемого периода времени;

$\overline{ПДП}$  — средняя сумма положительного денежного потока в одном интервале рассматриваемого периода времени;

$\sigma_{одп}$  — среднеквадратическое (стандартное) отклонение положительного денежного потока в рассматриваемом периоде;

$ОДП_t$  — сумма отрицательных денежных потоков в конкретных интервалах  $t$  рассматриваемого периода времени;

$\overline{ОДП}$  — средняя сумма отрицательного денежного потока в одном интервале рассматриваемого периода времени;

$n$  — общее количество интервалов в рассматриваемом периоде времени.

На восьмой стадии анализа исследуется ликвидность денежных потоков предприятия. Наиболее обобщающую характеристику их ликвидности дает динамика коэффициента ликвидности денежных потоков в разрезе отдельных интервалов рассматриваемого периода. Расчет этого показателя осуществляется по следующей формуле:

Коэффициент ликвидности денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде = Сумма валового положительного денежного потока в рассматриваемом периоде / Сумма валового отрицательного денежного потока в рассматриваемом периоде.

Этот динамический показатель ликвидности денежного потока может быть дополнен в процессе анализа показателями абсолютной и текущей платежеспособности (ликвидности).

На девятой стадии анализа определяется эффективность денежных потоков предприятия. Обобщающим показателем такой оценки выступает коэффициент эффективности денежного потока предприятия, который рассчитывается по следующей формуле:

Коэффициент эффективности денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде = Сумма чистого денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде / Сумма валового отрицательного денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде.

Определенное представление об уровне эффективности денежного потока позволяет получить и коэффициент реинвестирования чистого денежного потока, который рассчитывается по следующей формуле:

Коэффициент реинвестирования чистого денежного потока в рассматриваемом периоде = (Сумма чистого денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде - Сумма дивидендов (процентов), уплаченных собственникам предприятия (акционерам) на вложенный капитал (акции, паи и т.п.)) (Сумма прироста реальных инвестиций предприятия (во всех их формах) в рассматриваемом периоде + Сумма прироста долгосрочных финансовых инвестиций предприятия в рассматриваемом периоде.

Расчет этого коэффициента рекомендуется осуществлять за три последних года (но не менее чем за один хозяйственный год).

Эти обобщающие показатели могут быть дополнены рядом частых показателей — коэффициентом рентабельности использования среднего остатка денежных активов в краткосрочных финансовых инвестициях; коэффициентом рентабельности использования среднего остатка накапливаемых инвестиционных ресурсов в долгосрочных финансовых инвестициях и т.п.

Результаты анализа используются для выявления резервов оптимизации денежных потоков предприятия и их планирования на предстоящий период.

2. Исследование факторов, влияющих на формирование денежных потоков предприятия. В процессе такого исследования, предопределяющего условия формирования денежных потоков предприятия в предстоящем периоде, все факторы рекомендуется подразделить на внешние и внутренние.

В системе внешних факторов основную роль играют следующие:

1. Конъюнктура товарного рынка. Изменение конъюнктуры этого рынка определяет изменение главной компоненты положительного денежного потока предприятия — объема поступления денежных средств от реализации продукции. Повышение конъюнктуры товарного рынка, в сегменте которого предприятие осуществляет свою операционную деятельность, приводит к росту объема положительного денежного потока по этому виду хозяйственной деятельности. И наоборот — спад конъюнктуры вызывает так называемый "спазм ликвидности", характеризующий вызванную этим спадом временную нехватку денежных средств при скоплении на предприятии значительных запасов готовой продукции, которая не может быть реализована.

2. Конъюнктура фондового рынка. Характер этой конъюнктуры влияет прежде всего на возможности формирования денежных потоков за счет эмиссии акций и облигаций предприятия. Кроме того, конъюнктура фондового рынка определяет возможность эффективного использования временно свободного остатка денежных средств, вызванного несостыкованностью объемов положительного и отрицательного денежных потоков предприятия во времени. Наконец, конъюнктура фондового рынка влияет на формирование объемов денежных потоков, генерируемых портфелем

ценных бумаг предприятия, в форме получаемых процентов и дивидендов.

3. Система налогообложения предприятий. Налоговые платежи составляют значительную часть объема отрицательного денежного потока предприятия, а установленный график их осуществления определяет характер этого потока во времени. Поэтому любые изменения в налоговой системе — появление новых видов налогов, изменение ставок налогообложения, отмена или предоставление налоговых льгот, изменение графика внесения налоговых платежей и т.п. — определяют соответствующие изменения в объеме и характере отрицательного денежного потока предприятия.

4. Сложившаяся практика кредитования поставщиков и покупателей продукции. Эта практика определяет сложившийся порядок приобретения продукции — на условиях ее предоплаты; на условиях наличного платежа ("платежа против документов"); на условиях отсрочки платежа (предоставления коммерческого кредита). Влияние этого фактора проявляется в формировании как положительного (при реализации продукции), так и отрицательного (при закупке сырья, материалов, полуфабрикатов, комплектующих изделий и т.п.) денежного потока предприятия во времени.

5. Система осуществления расчетных операций хозяйствующих субъектов. Характер расчетных операций влияет на формирование денежных потоков во времени: если расчет наличными деньгами ускоряет осуществление этих потоков, то расчеты чеками, аккредитивами и другими платежными документами эти потоки соответственно замедляют.

6. Доступность финансового кредита. Эта доступность во многом определяется сложившейся конъюнктурой кредитного рынка (поэтому этот фактор рассматривается как внешний, не учитывающий уровень кредитоспособности конкретных предприятий). В зависимости от конъюнктуры этого рынка растет или снижается объем предложения "коротких" или "длинных", "дорогих" или "дешевых" денег, а соответственно и возможность формирования денежных потоков предприятия за счет этого источника (как положительных — при получении финансового кредита, так и отрицательных — при его обслуживании и амортизации суммы основного долга).

7. Возможность привлечения средств безвозмездного целевого финансирования. Такой возможностью обладают в основном государственные предприятия различного уровня подчинения. Влияние этого фактора проявляется в том, что формируя определенный дополнительный объем положительного денежного потока, он не вызывает соответствующего объема формирования отрицательного денежного потока.

Это создает положительные предпосылки к росту суммы чистого денежного потока предприятия.

В системе внутренних факторов основную роль играют следующие:

1. Жизненный цикл предприятия. На разных стадиях этого жизненного цикла формируются не только разные объемы денежных потоков, но и их виды (по структуре источников формирования положительного денежного потока и направлений использования отрицательного денежного потока). Характер поступательного развития предприятия по стадиям жизненного цикла играет большую роль в прогнозировании объемов и видов его денежных потоков.

2. Продолжительность операционного цикла. Чем короче продолжительность этого цикла, тем больше оборотов совершают денежные средства, инвестированные в оборотные активы, и соответственно тем больше объем и выше интенсивность как положительного, так и отрицательного денежных потоков предприятия. Увеличение объемов денежных потоков при ускорении операционного цикла не только не приводит к росту потребности в денежных средствах, инвестированных в оборотные активы, но даже снижает размер этой потребности.

3. Сезонность производства и реализации продукции. По источникам своего возникновения (сезонные условия производства, сезонные особенности спроса) этот фактор можно было бы отнести к числу внешних, однако технологический прогресс позволяет предприятию оказывать непосредственное воздействие на интенсивность

его проявления. Этот фактор оказывает существенное влияние на формирование денежных потоков предприятия во времени, определяя ликвидность этих потоков в разрезе отдельных временных интервалов. Кроме того, этот фактор необходимо учитывать в процессе управления эффективностью использования временно свободных остатков денежных средств, вызванных отрицательной корреляцией положительного и отрицательного денежных потоков во времени.

4. Неотложность инвестиционных программ. Степень этой неотложности формирует потребность в объеме соответствующего отрицательного денежного потока, увеличивая одновременно необходимость формирования положительного денежного потока. Этот фактор оказывает существенное влияние не только на объемы денежных потоков предприятия, но и на характер их протекания во времени.

5. Амортизационная политика предприятия. Избранные предприятием методы амортизации основных средств, а также сроки амортизации нематериальных активов создают различную интенсивность амортизационных потоков, которые денежными средствами непосредственно не обслуживаются. Это порождает иллюзивную точку зрения, что амортизационные потоки к денежным потокам отношения не имеют. Вместе с тем, амортизационные потоки — их объем и интенсивность, — являясь самостоятельным элементом формирования цены продукции, оказывают существенное влияние на объем положительного денежного потока предприятия в составе основной его компоненты — поступлении денежных средств от реализации продукции. Влияние амортизационной политики предприятия проявляется в особенностях формирования его чистого денежного потока. При осуществлении ускоренной амортизации активов в составе чистого денежного потока возрастает доля амортизационных отчислений и соответственно снижается (но не в прямой пропорции из-за действия "налогового щита") доля чистой прибыли предприятия.

6. Коэффициент операционного леввериджа. Этот показатель оказывает существенное воздействие на пропорции темпов изменения объема чистого денежного потока и объема реализации продукции. Механизм этого воздействия на формирование чистой прибыли предприятия (основной составляющей общей суммы чистого денежного потока) был рассмотрен ранее.

7. Финансовый менталитет владельцев и менеджеров предприятия. Выбор консервативных, умеренных или агрессивных принципов финансирования активов и осуществления других финансовых операций определяет структуру видов денежных потоков предприятия (объемы привлечения денежных средств из различных источников, а соответственно и структуру направлений возвратных денежных потоков), объемы страховых запасов отдельных видов активов (а соответственно и денежные потоки, связанные с их формированием), уровень доходности финансовых инвестиций (а соответственно и объем денежного потока по полученным процентам и дивидендам).

3. Обоснование типа политики управления денежными потоками предприятия. Такое обоснование осуществляется на основе анализа денежных потоков предприятия в предшествующем периоде и исследования отдельных факторов, влияющих на процесс их формирования.

Финансовая теория выделяет три основных типа политики управления денежными потоками предприятия, в основе которых лежат различные темпы формирования поступления денежных средств из различных источников и уровни соответствующих им финансовых рисков.

Агрессивная политика управления денежными потоками предприятия характеризуется высокими темпами наращивания объемов поступления денежных средств преимущественно из заемных источников при относительно невысоком уровне реинвестирования чистого денежного потока (значительная часть которого используется на выплату дивидендов и процентов собственникам). Такая политика с одной стороны, обеспечивает формирование денежных ресурсов в объеме, необходимом для развития предприятия, а также достижение высокой рентабельности собственного капитала, а с другой, — генерирует высокий уровень

рисков нарушения финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия. Умеренная политика управления денежными потоками предприятия характеризуется взвешенными пропорциями привлечения собственных и заемных денежных средств для обеспечения развития хозяйственной деятельности предприятия. В составе заемных денежных средств при такой политике преобладают обычно долгосрочные кредиты и займы. Хотя темпы развития хозяйственной деятельности предприятия в этом случае несколько ниже, чем при агрессивной политике, уровень финансовых рисков, связанных с формированием денежных потоков находится в пределах средних значений.

Консервативная политика управления денежными потоками предприятия характеризуется минимизацией объемов привлечения денежных средств из заемных источников. Для обеспечения необходимых темпов развития хозяйственной деятельности в этом случае используется преимущественно чистый денежный поток, который направляется в основном на реинвестирование. Такая политика сдерживает темпы развития хозяйственной деятельности предприятия, однако минимизирует уровень финансовых рисков, связанных с формированием денежных потоков.

4. Выбор направлений и методов оптимизации денежных потоков предприятия, обеспечивающих реализацию избранной политики управления ими. Такая оптимизация является одной из важнейших функций управления денежными потоками, направленной на повышение их эффективности в предстоящем периоде. Важнейшими задачами, решаемыми в процессе этого этапа управления денежными потоками, являются: выявление и реализация резервов, позволяющих снизить зависимость предприятия от внешних источников привлечения денежных средств; обеспечение более полной сбалансированности положительных и отрицательных денежных потоков во времени и по объемам; обеспечение более тесной взаимосвязи денежных потоков по видам хозяйственной деятельности предприятия; повышение суммы и качества чистого денежного потока, генерируемого хозяйственной деятельностью предприятия. Эти вопросы подробно рассматриваются в следующем разделе.

5. Обеспечение эффективного контроля реализации избранной политики управления денежными потоками предприятия. Объектами такого контроля являются выполнение установленных плановых заданий по формированию объема денежных средств и их расходованию по предусмотренным направлениям; равномерность формирования денежных потоков во времени; контроль ликвидности денежных потоков и их эффективности. Эти показатели контролируются в процессе мониторинга текущей финансовой деятельности предприятия.

## Оптимизация денежных потоков

Одним из наиболее важных и сложных этапов стратегического управления денежными потоками предприятия является их оптимизация.

Оптимизация денежных потоков представляет собой процесс выбора наилучших форм их организации на предприятии с учетом условий и особенностей осуществления его предстоящей хозяйственной деятельности.

Основными направлениями оптимизации денежных потоков предприятия являются (рис. 15.3):



НАПРАВЛЕНИЯ ОПТИМИЗАЦИИ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ				
Сбалансирование объемов денежных потоков		Синхронизация денежных потоков во времени		Максимизация чистого денежного потока
Сбалансирование дефицитного денежного потока	Сбалансирование избыточного денежного потока	Выравнивание денежных потоков во времени	Повышение тесноты корреляционной связи между отдельными потоками во времени	

Рисунок 15.3. Основные направления оптимизации денежных потоков предприятия.

1. Сбалансирование объемов денежных потоков. Это направление оптимизации денежных потоков предприятия призвано обеспечить необходимую пропорциональность объемов положительного и отрицательного их видов. На результаты хозяйственной деятельности предприятия отрицательное воздействие оказывают как дефицитный, так и избыточный денежные потоки.

Отрицательные последствия дефицитного денежного потока проявляются в снижении ликвидности и уровня платежеспособности предприятия, росте просроченной кредиторской задолженности поставщикам сырья и материалов, повышении доли просроченной задолженности по полученным финансовым кредитам, задержках выплаты заработной платы (с соответствующим снижением уровня производительности труда персонала), росте продолжительности финансового цикла, а в конечном счете — в снижении рентабельности использования собственного капитала и активов предприятия.

Отрицательные последствия избыточного денежного потока проявляются в потере реальной стоимости временно неиспользуемых денежных средств от инфляции, потере потенциального дохода от неиспользуемой части денежных активов в сфере краткосрочного их инвестирования, что в конечном итоге также отрицательно сказывается на уровне рентабельности активов и собственного капитала предприятия.

Методы сбалансирования дефицитного денежного потока направлены на обеспечение роста объема положительного и снижение объема отрицательного их видов.

Рост объема положительного денежного потока в перспективном периоде может быть достигнут за счет следующих мероприятий:

- привлечения стратегических инвесторов с целью увеличения объема собственного капитала;
- дополнительной эмиссии акций;
- привлечения долгосрочных финансовых кредитов;
- продажи части (или всего объема) финансовых инструментов инвестирования;
- продажи (или сдачи в аренду) неиспользуемых видов основных средств.

Снижение объема отрицательного денежного потока в перспективном периоде может быть достигнуто за счет следующих мероприятий;

- сокращения объема и состава реальных инвестиционных программ;
- отказа от финансового инвестирования;
- снижения суммы постоянных издержек предприятия.

Методы сбалансирования избыточного денежного потока

предприятия связаны с обеспечением роста его инвестиционной активности. В системе этих методов могут быть использованы:

- увеличение масштабов расширенного воспроизводства операционных внеоборотных активов;
- ускорение периода разработки реальных инвестиционных проектов и начала их реализации;
- осуществление региональной диверсификации операционной деятельности предприятия;
- активное формирование портфеля финансовых инвестиций;
- досрочное погашение долгосрочных финансовых кредитов.

2. Синхронизация денежных потоков во времени. Это направление оптимизации денежных потоков предприятия призвано обеспечить необходимый уровень его платежеспособности в каждом из интервалов перспективного периода при одновременном снижении размера страховых резервов денежных активов. В процессе синхронизации денежных потоков предприятия во времени они предварительно классифицируются по следующим признакам:

1) по уровню "нейтрализуемости" (термин, означающий способность денежного потока определенного вида изменяться во времени) денежные потоки подразделяются на поддающиеся и неподдающиеся изменению. Примером денежного потока первого вида являются лизинговые платежи, период которых может быть установлен по согласованию сторон. Примером денежного потока второго вида являются налоговые платежи, срок уплаты которых не может быть предприятием нарушен;

2) по уровню предсказуемости денежные потоки подразделяются на полностью предсказуемые и недостаточно предсказуемые (абсолютно непредсказуемые денежные потоки в системе их оптимизации не рассматриваются).

Объектом синхронизации выступают предсказуемые денежные потоки, поддающиеся изменению во времени. В процессе синхронизации денежных потоков во времени используются два основных метода — выравнивание и повышение тесноты корреляционной связи между отдельными видами потоков.

Выравнивание денежных потоков направлено на сглаживание их объемов в разрезе отдельных интервалов рассматриваемого периода времени. Этот метод оптимизации позволяет устранить в определенной мере сезонные и циклические различия в формировании денежных потоков (как положительных, так и отрицательных), оптимизируя параллельно средние остатки денежных средств и повышая уровень ликвидности. Результаты этого метода оптимизации денежных потоков во времени оцениваются с помощью средне - квадратического отклонения или коэффициента вариации, которые в процессе оптимизации должны снижаться.

Повышение тесноты коррелятивной связи между потоками достигается путем использования "Системы ускорения — замедления платежного оборота" (или "Системы лидс энд лэгс"). Суть этой системы заключается в разработке на предприятии организационных мероприятий по ускорению привлечения денежных средств и замедлению их выплат в отдельные интервалы времени для повышения синхронности формирования положительного и отрицательного денежных потоков. Ускорение привлечения денежных средств в краткосрочном периоде может быть достигнуто за счет следующих мероприятий:

- увеличения размера ценовых скидок за наличный расчет по реализованной покупателям продукции;
- обеспечения получения частичной или полной предоплаты за произведенную

продукцию, пользующуюся высоким спросом на рынке;

- сокращения сроков предоставления товарного (коммерческого) кредита покупателям;
- ускорения инкассации просроченной дебиторской задолженности;
- использования современных форм рефинансирования дебиторской задолженности — учета векселей, факторинга, форфейтинга;
- открытия "кредитной линии" в банке, обеспечивающего оперативное поступление средств краткосрочного кредита при необходимости срочного пополнения остатка денежных активов;
- ускорения инкассации платежных документов покупателей продукции (времени нахождения их в пути, в процессе регистрации, в процессе зачисления денег на расчетный счет и т.п.).

Замедление выплат денежных средств в краткосрочном периоде может быть достигнуто за счет следующих мероприятий:

- использования флуота. Флоут представляет собой сумму денежных средств предприятия, связанную уже выписанными им платежными документами — поручениями (чеками, аккредитивами и т.п.), но еще не инкассированную их получателем. Флоут по конкретному платежному документу можно рассматривать как период времени между его выпиской по конкретному платежу и фактической его оплатой. Максимизируя флоут (период прохождения выписанных платежных документов до их оплаты) предприятие может соответственно повышать сумму среднего остатка своих денежных активов без дополнительного вложения финансовых средств. В зарубежной практике финансового менеджмента флоут является одним из эффективных инструментов управления остатком денежных активов компаний и фирм;
- сокращения расчетов с контрагентами наличными деньгами. Наличные денежные расчеты увеличивают остаток денежных активов предприятия и сокращают период использования собственных денежных активов на срок прохождения платежных документов поставщиков;
- увеличения по согласованию с поставщиками сроков предоставления предприятию товарного (коммерческого) кредита;
- замены приобретения долгосрочных активов, требующих обновления, на их аренду (лизинг);
- реструктуризации портфеля полученных финансовых кредитов путем перевода краткосрочных их видов в долгосрочные.

Результаты этого направления оптимизации денежных потоков во времени оцениваются с помощью коэффициента корреляции, который в процессе оптимизации должен стремиться к значению " + 1".

3. Максимизация чистого денежного потока. Это направление оптимизации является наиболее важным и отражает результаты предшествующих ее 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.

Повышение суммы чистого денежного потока предприятия может быть обеспечено за счет осуществления следующих основных мероприятий:

- снижения суммы постоянных издержек;
- снижение уровня переменных издержек;
- осуществления эффективной налоговой политики, обеспечивающей снижение уровня суммарных налоговых выплат;
- осуществления эффективной ценовой политики, обеспечивающей повышение уровня доходности операционной деятельности;
- использования метода ускоренной амортизации используемых предприятием основных средств;
- сокращения периода амортизации используемых предприятием нематериальных

активов;

- продажи неиспользуемых видов основных средств и нематериальных активов;
- усиления претензионной работы с целью полного и своевременного взыскания штрафных санкций.

Результаты оптимизации денежных потоков предприятия получают свое отражение в системе целевых пропорций формирования и использования денежных средств в стратегическом периоде.

## Финансовый кризис предприятия как объект стратегического управления

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. В этих условиях предприятие формирует антикризисную финансовую стратегию своего развития.

Финансовый кризис предприятия представляет собой одну из наиболее серьезных форм нарушения его финансового равновесия, отражающую циклически возникающие на протяжении его жизненного цикла под воздействием разнообразных факторов противоречия между фактическим состоянием его финансового потенциала и необходимым объемом финансовых потребностей, несущую наиболее опасные потенциальные угрозы его функционированию. При разработке антикризисной стратегии финансовый кризис предприятия классифицируется следующим образом (рис. 16.1).

КЛАССИФИКАЦИЯ ФИНАНСОВЫХ КРИЗИСОВ ПРЕДПРИЯТИЯ	
ПО ИСТОЧНИКАМ ГЕНЕРИРОВАНИЯ	<ul style="list-style-type: none"> <li>финансовый кризис, генерируемый внутренними факторами</li> <li>финансовый кризис, генерируемый внешними факторами</li> <li>финансовый кризис, генерируемый как внутренними, так и внешними факторами</li> </ul>
ПО МАСШТАБАМ ОХВАТА	<ul style="list-style-type: none"> <li>Структурный финансовый кризис</li> <li>Системный финансовый кризис</li> </ul>
ПО СТРУКТУРНЫМ ФОРМАМ	<ul style="list-style-type: none"> <li>финансовый кризис, вызванный неоптимальной структурой капитала</li> <li>финансовый кризис, вызванный неоптимальной структурой активов</li> <li>финансовый кризис, вызванный несбалансированностью денежных потоков</li> <li>финансовый кризис, вызванный неоптимальной структурой инвестиций</li> <li>финансовый кризис, вызванный неоптимальной структурой прочих параметров финансовой деятельности</li> </ul>
ПО СТЕПЕНИ ВОЗДЕЙСТВИЯ НА ФИНАНСОВУЮ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ	<ul style="list-style-type: none"> <li>Легкий финансовый кризис</li> <li>Глубокий финансовый кризис</li> <li>Катастрофический финансовый кризис</li> </ul>
ПЕРИОДУ ПРОТЕКАНИЯ	<ul style="list-style-type: none"> <li>Краткосрочный финансовый кризис</li> <li>Среднесрочный финансовый кризис</li> <li>Долгосрочный финансовый кризис</li> </ul>
ПО ВОЗМОЖНОСТЯМ РАЗРЕШЕНИЯ	<ul style="list-style-type: none"> <li>финансовый кризис, разрешаемый на основе использования только внутренних механизмов</li> <li>финансовый кризис, разрешаемый с по-</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>мощью внешней санации</li> <li>Непреодолимый финансовый кризис</li> </ul>
ПО ПОСЛЕДСТВИЯМ	<ul style="list-style-type: none"> <li>финансовый кризис, приведший к восстановлению финансовой деятельности в прежних параметрах</li> <li>финансовый кризис, приведший к обновлению финансовой деятельности на новой качественной основе</li> <li>финансовый кризис, вызвавший банкротство (ликвидацию) предприятия</li> </ul>

Рисунок 16.1. Классификация финансовых кризисов предприятия по основным признакам.

1. По источникам генерирования финансовый кризис подразделяется на следующие группы:

- Финансовый кризис, генерируемый внутренними факторами. Такими факторами

могут являться неэффективный финансовый менеджмент, неправильно выбранная финансовая политика по отдельным аспектам финансовой деятельности, недооценка отдельных видов финансовых рисков, высокая средневзвешенная стоимость капитала и другие. Как правило, такой финансовый кризис может быть относительно быстро разрешен за счет внутренних механизмов антикризисного финансового управления.

- Финансовый кризис, генерируемый внешними факторами. Примером таких факторов могут служить ужесточение налогового регулирования хозяйственной деятельности предприятия, неблагоприятные изменения конъюнктуры финансового рынка и т.п.
- Финансовый кризис, генерируемый как внутренними, так и внешними факторами. Такой кризис является наиболее сложным по возможностям разрешения и носит более длительный характер.

2. По масштабам охвата финансовый кризис разделяют обычно на две группы:

- Структурный финансовый кризис, который вызван постепенным и длительным нарастанием диспропорций в отдельных параметрах финансового потенциала и характеризует несоответствие структурных пропорций этих параметров изменившимся условиям финансовой деятельности и требованиям финансовой безопасности предприятия (этот вид кризиса иногда характеризуется как локальный финансовый кризис).
- Системный финансовый кризис, который охватывает все основные направления и формы финансовой деятельности и отражает противоречия всей финансовой системы предприятия.

3. По структурным формам структурный финансовый кризис предприятия может быть подразделен на следующие группы:

- Финансовый кризис, вызванный неоптимальной структурой капитала предприятия. Вследствие высокой доли используемого заемного капитала предприятие теряет свою финансовую устойчивость, вынуждено привлекать финансовые ресурсы из внешних источников на менее выгодных условиях, что в конечном итоге ограничивает возможности формирования его чистого денежного потока.
- Финансовый кризис, вызванный неоптимальной структурой активов предприятия. Такая неоптимальность определяется прежде всего высокой долей внеоборотных активов предприятия, вызывающей замедление оборота всего авансированного капитала. Кроме того, неоптимальность структуры активов характеризуется и высокой долей низколиквидных активов в общем составе оборотных средств предприятия.
- Финансовый кризис, вызванный несбалансированностью денежных потоков предприятия. Такую форму структурного кризиса порождает несбалансированность объемов положительного и отрицательного денежных потоков предприятия, а также несинхронность их формирования во времени. Следствием такой несбалансированности является снижение уровня платежеспособности предприятия.
- Финансовый кризис, вызванный неоптимальной структурой инвестиций. Такая неоптимальность вызывается чрезмерной долей высокообъемных реальных инвестиционных проектов, превалированием инвестиционных проектов с высоким периодом окупаемости, а также реализуемых проектов с преимущественно заемными источниками финансирования.
- Финансовый кризис, вызванный неоптимальностью структуры прочих параметров финансовой деятельности предприятия. К числу таких параметров может относиться состав портфеля дебиторской задолженности предприятия, состав его издержек в разрезе постоянных и переменных статей и др.

4. По степени воздействия на финансовую деятельность различают:

- Легкий финансовый кризис. Как правило, к нему относят одну из форм структурного финансового кризиса, который может быть быстро разрешен на основе использования отдельных внутренних механизмов антикризисного финансового управления.
- Глубокий финансовый кризис. К нему относят, обычно, комплекс ряда форм структурного финансового кризиса, преодоление которого требует полного



использования всех внутренних механизмов финансовой стабилизации, а в ряде случаев и отдельных форм внешней финансовой санации.

- Катастрофический финансовый кризис. Это один из наиболее опасных видов системного кризиса, преодоление которого требует активного поиска преимущественно внешних эффективных форм санации.

5. По периоду протекания финансовый кризис предприятия дифференцируют следующим образом:

- Краткосрочный финансовый кризис. Такой кризис может быть разрешен в течение нескольких месяцев (до одного квартала).
- Среднесрочный финансовый кризис. Продолжительность такого кризиса составляет период до одного года.
- Долгосрочный финансовый кризис. Такой кризис может длиться более одного года до полного его разрешения.

6. По возможностям разрешения выделяют:

- Финансовый кризис, разрешаемый на основе использования только внутренних механизмов. Состав таких механизмов определяется самим предприятием в процессе осуществления антикризисного финансового управления.
- Финансовый кризис, разрешаемый с помощью внешней санации. Такая санация дополняет систему внутренних механизмов разрешения кризиса.
- Непреодолимый финансовый кризис. Это крайняя форма проявления финансового кризиса, идентифицируемая по результатам его диагностики, при которой любые формы санации предприятия являются неэффективными в силу необратимых изменений его финансовой структуры.

7. По последствиям выделяют следующие виды финансового кризиса предприятия:

- Финансовый кризис, приведший к восстановлению финансовой деятельности в прежних параметрах. Такие последствия характеризуют обычно краткосрочный структурный финансовый кризис в легкой его форме, вызванный краткосрочными изменениями конъюнктуры финансового или товарного рынка.
- Финансовый кризис, приведший к обновлению финансовой деятельности на новой качественной основе. Такие последствия характерны преимущественно для системного кризиса, разрешаемого обычно с помощью внешней финансовой санации предприятия.
- Финансовый кризис, вызвавший банкротство (ликвидацию) предприятия. Этот вид характеризует последствия непреодолимого финансового кризиса предприятия.

Классификация финансового кризиса предприятия по этому признаку используется обычно при оценке результатов реализации антикризисной финансовой стратегии. Разработка антикризисной финансовой стратегии осуществляется в процессе антикризисного финансового управления предприятием.

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.

В процессе реализации своей главной цели антикризисное финансовое управление предприятием направлено на решение следующих основных задач (табл. 16.1):

1. Своевременное диагностирование предкризисного финансового состояния предприятия и принятие необходимых превентивных мер по предупреждению финансового кризиса. Эта задача реализуется путем осуществления постоянного мониторинга финансового состояния предприятия и факторов внешней финансовой среды, оказывающих наиболее существенное влияние на результаты финансовой деятельности. Диагностика предкризисного финансового состояния предприятия по результатам такого мониторинга во многих случаях позволяет избежать финансового



кризиса за счет осуществления превентивных защитных мер или, по меньшей мере, существенно смягчить характер его последующего протекания. Принятие превентивных мер по предупреждению финансового кризиса предприятия является наиболее экономичным направлением антикризисного финансового управления, обеспечивающим наибольший эффект (в виде снижения предстоящих потерь) на единицу израсходованных в этих целях финансовых ресурсов.

Таблица 16.1 Система основных задач, направленных на реализацию главной цели антикризисного финансового управления предприятием

Главная цель антикризисного финансового управления	Основные задачи антикризисного финансового управления
ВОССТАНОВЛЕНИЯ ФИНАНСОВОГО РАВНОВЕСИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ И МИНИМИЗАЦИЯ ПОТЕРЬ И ЕГО РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ, ВЫЗЫВАЕМЫХ ФИНАНСОВЫМИ КРИЗИСАМИ	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Своевременное диагностирование предкризисного финансового состояния предприятия и принятие необходимых превентивных мер по предупреждению финансового кризиса.</li> <li>2. Устранение неплатежеспособности предприятия.</li> <li>3. Восстановление финансовой устойчивости предприятия.</li> <li>4. Предотвращение банкротства и ликвидации предприятия.</li> <li>5. Минимизация негативных последствий финансового кризиса предприятия.</li> </ol>

2. Устранение неплатежеспособности предприятия. Эта задача является наиболее неотложной в системе задач антикризисного финансового управления предприятием при диагностировании любой формы его финансового кризиса. В ряде случаев реализация только этой задачи позволяет пресечь углубление финансового кризиса предприятия, восстановить его имидж среди хозяйственных партнеров и получить необходимый запас времени для реализации других антикризисных мероприятий. Вместе с тем, необходимо помнить, что нарушение платежеспособности это лишь один из внешних симптомов проявления финансовых кризисов предприятия, поэтому устранение неплатежеспособности должно осуществляться не столько за счет "латания дыр", сколько путем устранения причин ее генерирующих.

3. Восстановление финансовой устойчивости предприятия. Это одна из основных задач, обеспечивающих реализацию главной цели антикризисного финансового управления предприятием, требующих наибольших усилий и затрат финансовых ресурсов. Реализация этой задачи осуществляется путем поэтапной структурной перестройки всей финансовой деятельности предприятия. В процессе такой финансовой реструктуризации предприятия в первую очередь должна обеспечиваться оптимизация структуры капитала, оборотных активов и денежных потоков, а в отдельных случаях снижаться его инвестиционная активность.

4. Предотвращение банкротства и ликвидации предприятия. Такая задача стоит перед антикризисным финансовым управлением предприятием при диагностировании глубокого или катастрофического системного финансового его кризиса. Как правило, внутренние механизмы финансовой стабилизации и объем собственных ресурсов предприятия оказываются недостаточными для преодоления

такого финансового кризиса. Поэтому для предотвращения банкротства и ликвидации предприятия в процессе антикризисного финансового управления должна обеспечиваться эффективная внешняя его санация (с разработкой соответствующего инвестиционного проекта санации).

5. Минимизация негативных последствий финансового кризиса предприятия. Эта задача реализуется путем закрепления позитивных результатов вывода предприятия из состояния финансового кризиса и стабилизации качественных структурных преобразований его финансовой деятельности с учетом ее долгосрочной перспективы. Эффективность мероприятий по преодолению негативных последствий финансового кризиса оценивается по критерию минимизации потерь рыночной стоимости предприятия в сопоставлении с докризисным ее уровнем.

Система антикризисного финансового управления базируется на определенных принципах. К числу основных из этих принципов относятся (рис. 16.2):

ПРИНЦИПЫ АНТИКРИЗИСНОГО ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ
1. Принцип постоянной готовности реагирования
2. Принцип альтернативности действий
3. Принцип превентивности действий
4. Принцип срочности реагирования
5. Принцип эффективности
6. Принцип оптимальности внешней санации
7. Принцип адекватности реагирования
8. Принцип приоритетности использования внутренних ресурсов
9. Принцип комплексности принимаемых решений
10. Принцип адаптивности управления

Рисунок 16.2. Основные принципы антикризисного финансового управления предприятием.

1. Принцип постоянной готовности реагирования. Теория антикризисного финансового управления утверждает, что достигаемое в результате эффективного финансового Менеджмента финансовое равновесие предприятия очень изменчиво в динамике. Возможное его изменение на любом этапе экономического развития предприятия определяется естественным откликом на изменения внешних и внутренних условий его хозяйственной деятельности. Ряд этих изменений усиливает конкурентную позицию предприятия, повышают его финансовый потенциал и рыночную стоимость; другие — наоборот, вызывают кризисные явления в его "финансовом развитии. Объективность проявления этих условий в динамике (т.е. объективная вероятность возникновения финансовых кризисов предприятия) определяют необходимость поддержания постоянной готовности финансовых менеджеров к возможному нарушению финансового равновесия предприятия на любом этапе его экономического развития.

2. Принцип превентивности действий. Этот принцип предполагает, что лучше предотвратить угрозу финансового кризиса, чем осуществлять его разрешение и обеспечивать нейтрализацию его негативных последствий. Поэтому в тех случаях, когда финансовый кризис может быть предотвращен (если его возникновение генерируется только внутренними факторами или нейтрализуемыми внешними факторами), принцип превентивности действий приобретает первостепенное значение. Реализация этого принципа обеспечивается ранней диагностикой предкризисного финансового состояния предприятия и своевременным использованием возможностей нейтрализации финансового кризиса. В этом случае антикризисное финансовое

управление использует методологию "управления по слабым сигналам".

3. Принцип срочности реагирования. В соответствии с теорией антикризисного финансового управления каждое из негативных проявлений финансового кризиса не только имеет тенденцию к расширению с каждым новым хозяйственным циклом предприятия, но и порождает новые сопутствующие ему негативные финансовые последствия. Поэтому чем раньше будут включены антикризисные финансовые механизмы по каждому диагностированному кризисному симптому, тем большими возможностями к восстановлению нарушенного равновесия будет располагать предприятие.

4. Принцип адекватности реагирования. Используемая система финансовых механизмов по нейтрализации угрозы финансового кризиса или его разрешению в подавляющей своей части связана с затратами финансовых ресурсов или потерями, связанными с нереализованными возможностями (вызванными сокращением объемов операционной деятельности, приостановлением реализации инвестиционных проектов и т.п.). При этом уровень этих затрат и потерь находится в прямой зависимости от целенаправленности финансовых механизмов такой нейтрализации и масштабов их использования. Поэтому "включение" отдельных механизмов нейтрализации угрозы финансового кризиса и его разрешения должно исходить из реального уровня такой угрозы и быть адекватным этому уровню. В противном случае или не будет достигнут ожидаемый эффект антикризисного финансового управления (если действие антикризисных механизмов или масштабы их применения недостаточны), или предприятие в процессе антикризисного финансового управления будет нести неоправданно высокие затраты и потери (если действие антикризисных механизмов или масштабы их применения избыточны для данного уровня угрозы возникновения финансового кризиса или данной формы его проявления).

5. Принцип комплексности принимаемых решений. Практически каждый финансовый кризис предприятия по источникам генерирующих его факторов, а соответственно и по формам проявления своих негативных последствий носит комплексный характер. Аналогичный комплексный характер должна носить и система разрабатываемых и реализуемых антикризисных мероприятий, обеспечивающих эффективную нейтрализацию влияния таких факторов и их негативных последствий.

6. Принцип альтернативности действий. Этот принцип предполагает, что каждое из принимаемых антикризисных финансовых решений должно базироваться на рассмотрении максимально возможного числа их альтернативных проектов с определением уровня их результативности и оценкой затрат. В процессе оценки результативности таких альтернативных проектов решений следует исходить из определенных критериев, обеспечивающих достижение цели или отдельных задач антикризисного финансового управления.

7. Принцип адаптивности управления. В процессе развития финансового кризиса генерирующие его факторы характеризуются обычно высокой динамикой. Это предопределяет необходимость высокого уровня гибкости антикризисного финансового управления, его быстрой адаптации к меняющимся условиям внешней и внутренней финансовой среды.

8. Принцип приоритетности использования внутренних ресурсов. В процессе антикризисного управления, особенно на ранних стадиях диагностики финансового кризиса, предприятие должно рассчитывать преимущественно на внутренние финансовые возможности его нейтрализации. Опыт показывает, что если финансовый кризис генерируется только финансовыми факторами, т.е. носит структурный характер, то при нормальных маркетинговых позициях предприятия он полностью может быть разрешен за счет использования исключительно внутренних механизмов антикризисного управления и собственных финансовых ресурсов. В этом случае предприятие может избежать потери управляемости и процедур внешнего контроля своей финансовой деятельности.

9. Принцип оптимальности внешней санации. Если финансовый кризис диагностирован лишь на поздней стадии своего развития, носит системный характер и оценивается как глубокий или катастрофический, а механизмы внутренней его нейтрализации не позволяют достичь равновесия предприятия, оно должно инициировать свою внешнюю санацию. Такая санация должна быть направлена на предотвращение банкротства и ликвидации предприятия в других ее формах. Принцип оптимальности внешней санации предполагает, что при выборе ее форм и состава внешних санаторов следует исходить из системы определенных критериев, разрабатываемых в процессе антикризисного финансового управления. Такими критериями могут быть сохранение управления предприятием его первоначальными учредителями, минимизация потери рыночной стоимости предприятия и другие.

10. Принцип эффективности. Реализация этого принципа обеспечивается сопоставлением эффекта антикризисного финансового управления и связанных с реализацией его мероприятий финансовых ресурсов. Эффект антикризисного финансового управления может характеризоваться уровнем достижения отдельных его целей — по предотвращению финансового кризиса, смягчению негативных условий его протекания или связанных с ним негативных финансовых последствий. Учитывая, что выразить этот эффект в денежной форме затруднительно, оценка эффективности отдельных мероприятий антикризисного финансового управления носит сравнительный характер (на основе сопоставления уровня достижения отдельных целей и объема затрат финансовых ресурсов по альтернативным вариантам управленческих решений). Рассмотренные принципы служат основой организации системы антикризисного финансового управления предприятием.

## Содержание процесса антикризисного финансового управления предприятием

Антикризисное финансовое управление предприятием представляет собой процесс, основным содержанием которого является подготовка, принятие и реализация управленческих решений по предупреждению финансовых кризисов, их преодолению и минимизации их негативных последствий. Особенностью этого управления в сравнении с другими функциональными видами управления предприятием является то, что в силу кризисных условий принятие управленческих решений часто осуществляется в обстановке снижения управляемости предприятием, дефицита времени, высокой степени неопределенности, конфликтности интересов различных групп работников. Для осуществления антикризисного финансового управления на предприятии часто создается специальная группа высококвалифицированных менеджеров, наделяемая особыми полномочиями в принятии и реализации управленческих решений, а также соответствующими финансовыми ресурсами. Процесс антикризисного финансового управления предприятием строится по следующим основным этапам (рис. 16.3):

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 с целью выявления ранних признаков возможного финансового кризиса.

ЭТАПЫ ПРОЦЕССА АНТИКРИЗИСНОГО ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ ПРЕДПРИЯТИЕМ
1. Осуществление постоянного мониторинга финансового состояния предприятия с целью раннего обнаружения симптомов финансового кризиса
2. Разработка системы профилактических мероприятий по предотвращению финансового кризиса при диагностировании предкризисного финансового состояния предприятия
3. Идентификация параметров финансового кризиса при диагностировании его наступления
4. Исследование факторов, обусловивших возникновение финансового кризиса предприятия и генерирующих угрозу его дальнейшего углубления
5. Оценка потенциальных финансовых возможностей предприятия по преодолению финансового кризиса
6. Выбор системы механизмов финансовой ) стабилизации предприятия, адекватных масштабам его кризисного финансового состояния
7. Разработка и реализация комплексной программы вывода предприятия из финансового кризиса
8. Контроль реализации программы вывода предприятия из финансового кризиса
9. Разработка и реализация мероприятий по устранению предприятием негативных последствий финансового кризиса

Рисунок 16.3. Основные этапы разработки и реализации политики управления денежными потоками предприятия.

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 объема 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 с целью увеличения резервов финансовых ресурсов; конверсия в денежную форму дебиторской задолженности и эквивалентов денежных средств.

На четвертой 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 легкий, глубокий или катастрофический характер.

Каждая из этих форм финансового кризиса в процессе идентификации может получать более дифференцированную оценку.

На третьей стадии с учетом ранее проведенных 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 многом определяет направленность антикризисных мероприятий и интенсивность использования стабилизационных механизмов.

На первой стадии оценивается объем чистого денежного потока предприятия, генерируемого в кризисных условиях его функционирования, и степень его достаточности для преодоления финансового кризиса.

На второй стадии оценивается состояние страховых резервов финансовых ресурсов предприятия и их адекватности 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 счет приостановления реализации отдельных реальных инвестиционных проектов и т.п.).

На четвертой 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 системы механизмов финансовой стабилизации предприятия, адекватных масштабам его кризисного финансового состояния. Выбор таких механизмов призван стабилизировать финансовое состояние предприятия путем 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 неплатежеспособности;
- 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 объема финансовых ресурсов, формируемых из внутренних источников.

Этот план содержит следующие основные разделы:

- перечень антикризисных мероприятий;



- объем 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 намеренно привлечь внешних санаторов. Такой проект носит форму бизнес-плана санации и содержит обычно следующие основные разделы (рис. 16.4):

ОСНОВНЫЕ РАЗДЕЛЫ БИЗНЕС-ПЛАНА САНАЦИИ ПРЕДПРИЯТИЯ
1. Общие сведения о saniруемом предприятии
2. Оценка кризисного состояния предприятия
3. Ожидаемые результаты санации
4. Обоснование концепции и формы санации предприятия
5. Система предлагаемых мероприятий по финансовому оздоровлению предприятия

Рисунок 16.4. Состав основных разделов бизнес-плана санации предприятия.

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 с целью 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.

## 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 таким основным этапам (рис. 16.5):

1. Устранение неплатежеспособности. 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.

ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛИЗАЦИИ ПРЕДПРИЯТИЯ
1. Устранение неплатежеспособности
2. Восстановление финансовой устойчивости (финансового равновесия)
3. Обеспечение финансового равновесия длительном периоде

Рисунок 16.5. Основные этапы финансовой стабилизации предприятия в процессе его вывода из финансового кризиса.

2. Восстановление финансовой устойчивости (финансового равновесия). Хотя неплатежеспособность предприятия может быть устранена в течение короткого периода за счет осуществления ряда аварийных финансовых операций, причины, генерирующие неплатежеспособность, 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 относительно 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 определенных корректив в отдельные параметры финансовой стратегии предприятия.

Скорректированная с учетом неблагоприятных факторов финансовая стратегия предприятия должна обеспечивать высокие темпы устойчивого роста его операционной деятельности при своевременной нейтрализации угрозы его банкротства в настоящем периоде.

Каждому этапу финансовой стабилизации предприятия соответствуют определенные ее внутренние механизмы.

1. Внутренний механизм устранения неплатежеспособности 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 массы 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 прочной конверсии в денежную форму). Выбор соответствующего направления оперативного «низма финансовой стабилизации диктуется характером текущей неплатежеспособности предприятия, индикатором которой служит коэффициент чистой текущей платежеспособности. В отличие от ранее рассмотренного традиционного коэффициента текущей платежеспособности 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:

- безнадежная 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:

- расчеты по начисленным дивидендам и процентам, подлежащим выплате;
- расчеты с дочерними предприятиями (филиалами).

С учетом внесения этих корректив коэффициент чистой текущей платежеспособности определяется по следующей формуле:

Коэффициент чистой текущей платежеспособности предприятия в условиях его кризисного развития = (Сумма всех оборотных активов предприятия - Сумма неликвидных (в краткосрочном периоде) оборотных активов предприятия) / (Сумма всех краткосрочных (текущих) финансовых обязательств предприятия - Сумма внутренних текущих обязательств предприятия по расчетам, погашение которых может быть отложено до завершения его финансовой стабилизации).

С учетом значения коэффициента чистой текущей платежеспособности предприятия направления внутреннего механизма устранения неплатежеспособности могут быть представлены следующей схемой (рис. 16.6).

ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ МЕХАНИЗМА УСТРАНЕНИЯ НЕПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ	
При КЧТП >1,0	При КЧТП <1,0
Обеспечение ускоренной конверсии в денежные средства части ликвидных оборотных активов	Обеспечение ускоренного частичного дезинвестирования внеоборотных активов
ОБЕСПЕЧЕНИЕ УСКОРЕННОГО СОКРАЩЕНИЯ РАЗМЕРА КРАТКОСРОЧНЫХ ФИНАНСОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ	

Рисунок 16.6. Основные направления внутреннего механизма устранения неплатежеспособности предприятия, определяемые значением коэффициента чистой текущей платежеспособности.

Как видно из приведенной схемы, основным содержанием внутреннего механизма устранения неплатежеспособности является обеспечение сбалансирования денежных активов и краткосрочных финансовых обязательств предприятия, достигаемое различными методами в зависимости от диктуемых условий реального финансового состояния предприятия.

Ускорение конверсии в денежные средства части ликвидных оборотных активов, обеспечивающее рост положительного денежного потока в краткосрочном периоде, достигается за счет 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 расчета 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 счет следующих основных мероприятий:

- реализации высоколиквидной части долгосрочных финансовых инструментов инвестиционного портфеля;
- проведения операций возвратного лизинга, в процессе которых ранее приобретенные 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 других.

Ускоренное сокращение размера краткосрочных финансовых обязательств, обеспечивающее снижение объема отрицательного денежного потока в краткосрочном периоде, достигается за счет следующих основных мероприятий:

- выдачи векселей по отдельным видам краткосрочной задолженности, требующей погашения в текущем периоде;
- увеличения периода предоставляемого поставщиками товарного (коммерческого) кредита;
- отсрочки расчетов по отдельным формам внутренних текущих обязательств по расчетам предприятия и других.

Цель этого этапа финансовой стабилизации считается достигнутой, если устранена текущая неплатежеспособность предприятия, т.е. объем поступления денежных средств превысил объем неотложных финансовых обязательств в краткосрочном периоде. Это означает, что угроза банкротства, генерируемая финансовым кризисом предприятия, в текущем отрезке времени ликвидирована, хотя и носит, как правило, отложенный характер.

2. Внутренний механизм восстановления финансовой устойчивости представляет собой систему мер, направленных на достижение точки финансового равновесия предприятия в предстоящем периоде. Принципиальная модель финансового равновесия предприятия имеет следующий вид:

Чистая операционная прибыль предприятия + Сумма амортизационных отчислений + Сумма прироста акционерного (паевого) капитала при дополнительной эмиссии акций (увеличении размеров паевых взносов в уставный фонд) + Прирост собственных финансовых ресурсов за счет прочих источников = Прирост объема инвестиций, финансируемых за счет собственных источников + Сумма дивидендного фонда (фонда выплат процентов собственникам предприятия на вложенный капитал) + Объем программы участия наемных работников в прибыли (выплат за счет прибыли) + Объем социальных, экологических и других внешних программ предприятия, финансируемых за счет прибыли + Разница между объемом предусматриваемого к выплате в текущем периоде основного долга и объемом возможного к получению кредита в этом же периоде + Прирост суммы резервного (страхового) фонда предприятия.

Как видно из приведенной формулы, правую ее часть составляют все источники формирования собственных финансовых ресурсов предприятия, а левую — соответственно все направления использования этих ресурсов. Поэтому в упрощенном виде модель финансового равновесия предприятия, к достижению которой предприятие стремится в кризисной ситуации, может быть представлена в следующем виде:

Возможный объем генерирования собственных финансовых ресурсов предприятия = Необходимый объем потребления собственных финансовых ресурсов предприятия.

С учетом возможных объемов генерирования и расходования собственных финансовых ресурсов варианты моделей финансового равновесия могут быть выражены графически (рис. 16.7).

Приведенные на рисунке принципиальные модели финансового равновесия были впервые предложены для практического использования французскими исследователями Ж. Франшоном и И. Романэ.

Из приведенной схемы видно, что линия финансового равновесия предприятия проходит через поля А1; А5 и А9. Эти поля называются "полями финансового равновесия", так как в них необходимый объем потребления собственных финансовых средств (инвестируемых в прирост оборотных и внеоборотных активов и расходуемых в процессе непроизводственного использования прибыли) практически

соответствует объему генерируемых собственных финансовых ресурсов. Иными словами, в этих полях эконо



Рисунок 16.7. Варианты моделей финансового равновесия предприятия в долгосрочном периоде.

мическое развитие предприятия обеспечивается на принципах самофинансирования. Для предприятий, не сталкивающихся с угрозой банкротства, такая финансовая модель развития представляется наиболее оптимальной.

В условиях кризисного развития восстановление финансовой устойчивости возможно лишь при нахождении предприятия в полях A2; A3 и A6 (при этом наиболее высокие темпы такого восстановления будут в поле A3). Во всех этих полях объем генерирования собственных финансовых ресурсов превышает объем дополнительного их потребления, что позволяет предприятию снизить удельный вес используемого заемного капитала. Эта модель антикризисного финансового управления базируется на неравенстве  $ОГсфр > ОПсфр$ .

Что касается полей A4; A7 и A8, то продолжительное нахождение в них будет способствовать дальнейшему углублению кризисного состояния предприятия (особенно в поле A7), так как в этом случае его экономическое развитие будет сопровождаться дальнейшим возрастанием удельного веса заемного капитала, а соответственно и снижением финансовой устойчивости.

Какие бы меры не принимались в процессе использования этого вида механизма финансовой стабилизации предприятия, все они должны быть направлены на обеспечение неравенства:  $ОГсфр > ОПсфр$ . Однако в реальной практике возможности существенного увеличения объема 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 объема потребления собственных финансовых ресурсов (правой части неравенства). Такое сокращение связано с уменьшением объема как операционной, так и инвестиционной деятельности предприятия и поэтому характеризуется термином "сжатие предприятия".

Сжатие предприятия в процессе обеспечения вышеприведенного 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 объема генерирования собственных финансовых ресурсов, обеспечивающее рост левой части неравенства, достигается за счет 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 объема амортизационного потока;
  - своевременной реализации выбываемого в связи с высоким износом или неиспользуемого имущества;
  - осуществления эффективной эмиссионной политики за счет дополнительной эмиссии акций (или привлечения дополнительного паевого капитала) и других.
- Сокращение необходимого объема потребления собственных финансовых ресурсов, обеспечивающее снижение левой части неравенства, достигается за счет следующих основных мероприятий:
- снижения инвестиционной активности предприятия во всех основных ее формах;
  - обеспечения обновления операционных внеоборотных активов преимущественно за счет их аренды (лизинга);
  - осуществления дивидендной политики, адекватной кризисному финансовому развитию предприятия с целью увеличения чистой прибыли, направляемой на производственное развитие;
  - сокращения объема программы участия наемных работников в прибыли (в период кризисного развития должны быть существенно снижены суммы премиальных выплат за счет этого источника);
  - отказа от внешних социальных и других программ предприятия, финансируемых за счет его прибыли;
  - снижения размеров отчислений в резервный и другие страховые фонды, осуществляемых за счет прибыли, и другие.

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. Внутренний механизм обеспечения финансовой стабилизации в длительном периоде представляет собой систему мер, направленных на поддержание достигнутого финансового равновесия предприятия. 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 базовые показатели количественно и функционально взаимосвязаны, результаты расчета основного искомого показателя — возможного для данного предприятия темпа прироста объема реализации продукции (т.е. объема операционной его деятельности) — остаются неизменными.

Рассмотрим наиболее простой вариант модели устойчивого роста предприятия, имеющий следующий вид:



Возможный темп прироста объема реализации продукции, не нарушающий финансовое равновесие предприятия, выраженный десятичной дробью = (Сумма чистой прибыли предприятия Коэффициент капитализации чистой прибыли, выраженный десятичной дробью Стоимость активов предприятия Коэффициент оборачиваемости активов в разгах) / (Объем реализации продукции Сумма собственного капитала предприятия).

Для экономической интерпретации этой модели разложим ее на отдельные составляющие. В этом случае модель устойчивого роста предприятия получит следующий вид:

Прирост объема реализации продукции	=	Коэф фициент рентабель- ности реа- лизации продукции	×	Коэф фициент капитализа- ции чистой прибыли	×	Коэф фициент левериджа активов	×	Коэф фициент оборачива- емости активов
----------------------------------------------	---	------------------------------------------------------------------	---	------------------------------------------------------	---	--------------------------------------	---	-------------------------------------------------

Из приведенной модели, разложенной на отдельные составляющие ее элементы, можно увидеть, что возможный темп прироста объема реализации продукции, не нарушающий финансовое равновесие предприятия, составляет произведение следующих четырех 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, расчетный показатель будет оставлять оптимальное значение возможного прироста объема реализации продукции. Любое отклонение от этого оптимального значения будет или требовать дополнительного привлечения финансовых ресурсов (нарушая финансовое равновесие), или генерировать дополнительный объем 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 объема 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 объема операционной деятельности (прироста объема реализации продукции) или в обратном ее 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.

Результаты проведенных расчетов показывают, что изменяя параметры финансовой стратегии предприятия, можно соответствующим образом изменять оптимальный темп прироста объема реализации продукции, сохраняя при этом достигнутое (базовое) финансовое равновесие.

Таким образом, по внутреннему механизму обеспечения устойчивого роста предприятия можно сделать следующие основные выводы:

1. Максимальный период безкризисного развития при достигнутом равновесном финансовом состоянии предприятия определяется периодом соответствия темпов прироста объема реализации продукции их значениям, рассчитанным по модели устойчивого экономического роста. Любое отклонение от расчетных 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 левериджа) или соответственно политикой финансирования активов (отражаемой коэффициентом левериджа 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 учетом внутренних условий его развития, изменения конъюнктуры финансового и товарного рынков 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 объема 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 счет использования ее внутренних механизмов.

## 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, осуществляемого 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 (рис. 16.8):

1. Слияние предприятий представляет собой объединение двух предприятий, в результате которого создается новое предприятие — их правопреемник. Все имущество, имущественные права и обязанности реорганизуемых в этой форме

предприятий переходят к предприятию-правопреемнику, возникшему в результате реорганизации.

ФОРМЫ РЕОРГАНИЗАЦИИ ПРЕДПРИЯТИЙ
1.Слияние
2.Присоединение
3.Разделение
4. Выделение
5.Преобразование

Рисунок 16.8. Основные формы реорганизации предприятий, предусмотренные законодательством.

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, в котором определяют 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.

Движение активов и собственного капитала предприятий в результате различных форм их реорганизации представлено на рис. 16.9.

Рассмотрим по данным приведенного рисунка 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.

Законодательная форма реорганизации предприятий	Изменение юридического статуса предприятий	Движение активов (А) предприятий в результате реорганизации	Движение собственного капитала (СК) предприятий в результате реорганизации	Форма внешнего роста предприятия
1. СЛИЯНИЕ	$X \rightarrow Z$ $Y \rightarrow Z$	$A_X + A_Y = A_Z$	$СК_X + СК_Y = СК_Z$	Внешний рост за счет интеграции капитала
2. ПРИСОЕДИНЕНИЕ	$X \rightarrow X'$ $Y$	$A_X + A_Y = A_{X'}$	$СК_X + СК_Y = СК_{X'}$	Внешний рост за счет интеграции капитала
3. РАЗДЕЛЕНИЕ	$X \rightarrow Y$ $X \rightarrow Z$	$A_X = A_Y + A_Z$	$СК_X = СК_Y + СК_Z$	Внешний рост за счет диверсификации капитала
4. ВЫДЕЛЕНИЕ	$X \rightarrow X'$ $X \rightarrow Y$	$A_X = A_{X'} + A_Y$	$СК_X = СК_{X'} + СК_Y$	Внешний рост за счет диверсификации капитала
5. ПРЕОБРАЗОВАНИЕ	$X \rightarrow X'$	$A_X = A_{X'}$	$СК_X = СК_{X'}$	Отсутствие внешнего роста

Рисунок 16.9. Движение активов и собственного капитала предприятий в результате. 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 объем имущества (активов) и собственного капитала новообразованных предприятий в результате их реорганизации в рассматриваемых формах остается 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 объем 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 ее осуществления и даже не обозначает характер этих изменений, рассматривать ее 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 позиций 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 (рис. 16.10):

ВАРИАНТЫ КОНЦЕПЦИИ САНАЦИИ ПРЕДПРИЯТИЙ, ОСУЩЕСТВЛЯЕМОЙ ПУТЕМ ИХ РЕОРГАНИЗАЦИИ				
НАСТУПАТЕЛЬНАЯ КОНЦЕПЦИЯ		ОБОРОНИТЕЛЬНАЯ КОНЦЕПЦИЯ		
Слияние с другим предприятием	Присоединение другого предприятия	Разделение предприятия	Выделение предприятия	Присоединение к другому предприятию
ФОРМЫ РЕОРГАНИЗАЦИИ ПРЕДПРИЯТИЯ				

Рисунок 16.10. Варианты концепции санации предприятий, обеспечиваемой различными формами их реорганизации.

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 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 (рис. 16.11):

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 остается 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 объединенного

предприятия (в сопоставлении с темпами его формирования по каждому из объединяемых предприятий);

- оптимизация структуры капитала новообразованного предприятия;
- расширение возможностей формирования финансовых ресурсов за счет 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.

ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ ПРОЦЕССА АНТИКРИЗИСНОГО ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ ПРЕДПРИЯТИЕМ ПРИ ЕГО ОБЪЕДИНЕНИИ
1. Формулировка финансовых целей и задач, решаемых в процессе объединения предприятия
2. Финансовая диагностика предприятия-партнера по объединению
3. Разработка финансового механизма обеспечения объединения предприятия
4. Выбор формы финансирования процесса объединения
5. Оценка эффективности объединения
6. Подготовка финансового раздела проекта (бизнес-плана), и программы объединения
7. Реализация мероприятий финансового раздела программы объединения
8. Контроль реализации мероприятий финансового раздела программы объединения

Рисунок 16.11. Основные этапы процесса антикризисного финансового управления предприятием при его объединении.

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-партнера по объединению.

3. Разработка финансового механизма обеспечения объединения предприятия. Такой механизм предусматривает разработку управленческих решений по следующим

основным вопросам, связанным с обеспечением финансовой деятельности новосозданного предприятия:

- обоснование организационной структуры управления финансовой деятельностью;
- формирование информационной базы управления финансовой деятельностью (путем организации соответствующего управленческого учета, мониторинга факторов внешней финансовой среды и т.п.);
- реструктуризация активов с учетом более эффективного использования отдельных их видов за счет объединения;
- оптимизация структуры капитала с целью максимизации эффекта финансового левириджа 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 путем взаимной конвертации акций объединяемых предприятий;
- объединения путем 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 путем соотнесения результатов (эффекта) и затрат на его осуществление.

Основным результатом объединения предприятий выступает синергический эффект, достигаемый за счет диверсификации операционной и финансовой деятельности новообразованного предприятия; экономии затрат (формируемой за счет 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 определен на основе следующей формулы:

$ЭС0 = PC0 - (PC_1 + PC_2)$ , где ЭС0 — сумма эффекта синергизма, достигаемого в процессе объединения предприятий;

PC0 — прогнозируемая рыночная стоимость вновь создаваемого предприятия в процессе слияния (поглощения);

PC<sub>1</sub>; PC<sub>2</sub> — 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 как их совместный инвестиционный проект, обеспечивающий 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 про-

цесса антикризисного финансового управления и включает:

- финансовые цель и задачи объединения;
- основные результаты финансовой диагностики партнера 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 предусматриваемые ею мероприятия получают практическую реализацию. Для координации этого процесса и обеспечения его финансирования создается 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 новосозданного предприятия приобрела большую устойчивость и более высокий потенциал развития финансовой деятельности.

## Использование современных финансовых инструментов

Стратегия повышения качества управления финансовой деятельностью предприятия должна предусматривать эффективное внедрение современных научных достижений в этой сфере деятельности, в первую очередь, обеспечивать выбор соответствующих финансовых инструментов осуществления операций на финансовом рынке.

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

В соответствии с принципами учета состав современных финансовых инструментов используемых предприятием, характеризуется следующими их видами (рис. 17.1):



ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ ПРЕДПРИЯТИЕМ			
ФИНАНСОВЫЕ АКТИВЫ	ФИНАНСОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	ИНСТРУМЕНТЫ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА	ПРОИЗВОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ
Денежные средства	Спекулятивные финансовые обязательства, предназначенные для перепродажи	Простые акции	Фьючерсные контракты
Эквиваленты денежных средств		Доли в уставном капитале	Форвардные контракты
Финансовые инвестиции, удерживаемые до погашения	Другие финансовые обязательства	Другие виды собственного капитала	Опционы
Спекулятивные активы, предназначенные для перепродажи			Свопы
Другие виды финансовых активов			Другие виды производных финансовых инструментов

Рисунок 17.1. Состав основных видов финансовых инструментов, используемых предприятием.

1. Финансовые активы представляют собой имущественные ценности предприятия в форме денежных средств; и их эквивалентов; контрактов, предоставляющих право получить денежные средства или другие имущественные ценности от иного хозяйствующего субъекта; контрактов, предоставляющих право обменяться финансовыми инструментами с другим участником финансового рынка на потенциально выгодных условиях; инструментов собственного капитала другого предприятия.

2. Финансовые обязательства представляют собой исходящую 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 представляют собой контрактный документ, подтверждающий право его владельца на определенную часть в активах предприятия, остающуюся после вычитания сумм по всем его обязательствам.

4. Производные финансовые инструменты (деривативы) представляют собой особую форму контракта, не требующую начальных инвестиций предприятия, расчеты 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 на рис. 17.2.

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

а) Инструменты кредитного рынка. К ним относятся деньги и расчетные документы, обращающиеся на денежном рынке.

КЛАССИФИКАЦИЯ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ	
ПО ВИДАМ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ	
•	Инструменты кредитного рынка
•	Инструменты фондового рынка
•	Инструменты валютного рынка
•	Инструменты страхового рынка
•	Инструменты рынка золота
ПО ПЕРИОДУ ОБРАЩЕНИЯ	
•	Краткосрочные (до 1 года)
•	Долгосрочные (свыше 1 года)
ПО ХАРАКТЕРУ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ ЭМИТЕНТА	
•	Без последующих финансовых обязательств
•	Долговые
•	Долевые
ПО ПРИОРИТЕТНОЙ ЗНАЧИМОСТИ	
•	Базисные (первого порядка)
•	Производные или деривативы (второго порядка)
ПО ГАРАНТИРОВАННОСТИ УРОВНЯ ДОХОДНОСТИ	
•	С фиксированным доходом
•	С колеблющимся доходом
ПО УРОВНЮ РИСКА	
•	Безрисковые
•	С низким уровнем риска
•	С умеренным уровнем риска
•	С высоким уровнем риска
•	С очень высоким уровнем риска („спекулятивные“)

Рисунок 17.2. Классификация инструментов финансового рынка по основным признакам.

б) Инструменты фондового рынка. К ним относятся 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. К ним относятся иностранная валюта, расчетные валютные документы, а также отдельные виды ценных бумаг, обслуживающие этот рынок.

г) Инструменты страхового рынка. К ним относятся предлагаемые к продаже

страховые услуги (страховые продукты), а также расчетные документы и отдельные виды ценных бумаг, обслуживающие этот рынок.

д) Инструменты рынка золота (серебра, платины). К ним относятся указанные виды ценных металлов, приобретаемые для целей формирования финансовых резервов и тезаврации, а также обслуживающие этот рынок расчетные 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 является 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 являются, как правило, предметом осуществления самой финансовой операции и при их передаче покупателю не несут 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 первичным 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 определенных 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 неопределенным доходом. Они характеризуют финансовые инструменты, уровень доходности которых может изменяться в зависимости от финансового состояния эмитента (простые акции, инвестиционные сертификаты) или в связи с изменением конъюнктуры финансового рынка (долговые финансовые инструменты, с плавающей процентной ставкой, "привязанной" к установленной учетной ставке, курсу определенной "твердой" 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 надежных банков, "твердую" иностранную валюту, золото и другие ценные металлы, приобретенные на короткий период. Термин "безрисковые" является в определенной мере условным, так как потенциальный финансовый риск несет в себе любой из перечисленных видов финансовых инструментов; они служат лишь для формирования точки отсчета 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 надежной репутацией заемщика (характеризуемыми термином "первоклассный заемщик").

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 существенно 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.

Приведенная 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 заемщиком;

б) чеки, представляющие денежный документ установленной формы, содержащий приказ владельца текущего счета в банке (или другом кредитно-финансовом институте) о выплате по его предъявлению обозначенной в нем 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 определенной в нем 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 нем срока определенную сумму денег владельцу векселя (векселедержателю). В современной практике используются следующие виды векселей: коммерческий вексель (оформляющий расчетное 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 определенного вида налогового платежа рассчитаться в определенный 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 разница между его номинальной стоимостью и ценой его приобретения). Наконец, эмитируемые вексели (они являются одним из видов ценных бумаг) подразделяются на следующие их виды: простой вексель (он предполагает, что эмитент векселя является одновременно и плательщиком по нему конкретному лицу или по его приказу); переводной вексель (он предполагает, что его держатель может отдать приказ векселедателя об уплате суммы долга по нему путем индоссамента). Если вексель хозяйствующего субъекта содержит гарантию банка, он называется "авали- рованным векселем";

д) залоговые документы. Они представляют собой оформленное долговое обязательство, обеспечивающее полученный финансовый или коммерческий кредит в форме залога или залога. В случае нарушения заемщиком условий кредитного соглашения, владелец этого долгового обязательства имеет право продать их в счет погашения его долга или получить оговоренную в нем собственность.

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

2. Основными финансовыми инструментами рынка ценных бумаг являются:

а) акции. Они представляют собой ценную бумагу, удостоверяющую участие ее владельца в формировании уставного фонда акционерного 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 финансовым инструментом, хотя по этому показателю они существенно уступают показателям фондового рынка стран с развитой рыночной экономикой. Что касается объема финансовых операций по акциям, то он сравнительно небольшой в силу низкой ликвидности и доходности преимущественной части его видов.

б) облигации. Они представляют собой ценную бумагу, свидетельствующую о внесении ее владельцем денежных средств, и подтверждающую обязанность эмитента возместить ему номинальную стоимость этой ценной бумаги в предусмотренный в ней срок с выплатой фиксированного процента (если иное не предусмотрено условиями выпуска).

На современном этапе развития отечественного фондового рынка количество разновидностей обращающихся на нем облигаций сравнительно невелико (в сопоставлении с аналогичными показателями фондового рынка стран с развитой рыночной экономикой и количеством разновидностей обращающихся акций), однако по объему операций им принадлежит первое место (в первую очередь, за счет 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.

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 другие.

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

3. Основными финансовыми инструментами валютного рынка являются:

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

б) документарный валютный аккредитив, используемый в расчетах по внешнеторговым предприятиям (платежи по этому документу производятся при условии предоставления в банк требуемых коммерческих документов: счета-фактуры, транспортных и страховых документов, сертификатов качества и других);

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

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

д) переводной валютный коммерческий вексель, представляющий собой расчетный документ, выписанный импортером 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 страховальщику;

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 Бан-салом предложена типовая нормативная модель разработки нового финансового продукта, которая прошла соответствующую эмпирическую проверку. Схематически эта модель представлена на рис. 17.3. Использование современного зарубежного опыта позволит адаптировать многие финансовые инструменты, обращающиеся на рынках стран с развитой рыночной экономикой, к условиям функционирования нашего финансового рынка.

ЭТАПЫ РАЗРАБОТКИ НОВОГО ФИНАНСОВОГО ПРОДУКТА		
Рыночные показатели	1. Формулировка целей и стратегий для нового продукта	Анализ внешней среды
Внутренние источники	2. Генерирование идей	Внешние источники
	3. Скрининг (просмотр) идей	
Персонал по работе с клиентами	4. Разработка концепции	Предполагаемые клиенты
	5. Тестирование концепции	
Разработка бюджета	6. Бизнес-анализ	Рыночная оценка
	7. Лицензирование проекта	
Операционный (учетно-расчетный) персонал	8. Разработка и тестирование продукта	Пользователи
	9. Разработка и тестирование процесса и системы поставки	
	10. Разработка и тестирование программы маркетинга	Пользователи
Весь персонал	Обучение персонала	
	12. Тестирование продукта и „пилотный“ запуск на рынок (расчет)	Пользователи
	13. Тестирование маркетинга	
	14. Внедрение (полномасштабный запуск на рынок)	
	15. Обсуждение результатов	

Рисунок 17.3. Типовая нормативная модель разработки финансового продукта, предложенная Дж. Маршаллом и В. Бансалом.

## Внедрение современных финансовых технологий

Основу финансовых технологий составляют разнообразные виды сделок и операций, осуществляемых предприятием на организованном и неорганизованном финансовом

рынке. В процессе разработки стратегии повышения качества управления финансовой деятельностью предприятия основной задачей в этом вопросе является расширение использования современных видов сделок и операций на финансовом рынке и повышение их эффективности.

Под сделками предприятия на финансовом рынке понимаются его взаимосогласованные действия с другими заинтересованными хозяйствующими субъектами, направленные на установление, прекращение или изменение их прав и обязанностей в отношении финансовых инструментов, обращающихся на различных сегментах этого рынка.

Сделки, осуществляемые предприятием на организованном и неорганизованном финансовом рынке, характеризуются большим разнообразием видов и классифицируются по следующим основным признакам (рис. 17.4):

I. В зависимости от периода реализации условий соглашения выделяют кассовые и срочные сделки с финансовыми инструментами.

Кассовые сделки (или сделки "spot") [spot transaction] предполагают, что оплата приобретенных финансовых инструментов и их передача покупателю продавцом осуществляются немедленно или в минимальные технически возможные сроки их исполнения. Общий период исполнения кассовой сделки по финансовым инструментам в зависимости от их вида составляет обычно от двух до четырех дней и определяется по формуле:

Общий период исполнения кассовой сделки по финансовому инструменту = День заключения сделки между партнерами + Обусловленный технический срок исполнения сделки.

Кассовые сделки по финансовым инструментам могут заключаться как на организованном финансовом рынке

СДЕЛКИ ПРЕДПРИЯТИЯ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ		
КАССОВЫЕ СДЕЛКИ	СРОЧНЫЕ СДЕЛКИ (СДЕЛКИ НА СРОК)	
Простые кассовые сделки	По используемому виду контракта (финансового инструмента)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Форвардные сделки</li> <li>▶ Фьючерсные сделки</li> <li>▶ Опционные сделки</li> <li>▶ Своповые сделки</li> </ul>
Кассовые сделки с маржой	По возможности продления срока действия	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Сделки без права пролонгации</li> <li>▶ Пролонгационные сделки</li> </ul>
	По порядку установления цены	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Сделки по цене торгов в день их заключения</li> <li>▶ Сделки по цене торгов в день их завершения</li> <li>▶ Сделки по цене торгов на заранее оговоренную дату</li> </ul>

Рисунок 17.4. Классификация сделок предприятия на организованном и неорганизованном финансовом рынке.

Каждое из перечисленных и другие условия форвардного контракта носят индивидуализированный характер, т.е. определяются конкретным соглашением сторон. В момент заключения сделки авансовые платежи за купленный (проданный) базисный финансовый актив не осуществляются.

Форвардные сделки по финансовым активам осуществляются преимущественно на неорганизованном финансовом рынке и поэтому отличаются более высоким риском их неисполнения в связи с недобросовестным поведением одного из партнеров.

Отказ от исполнения условий форвардной сделки одним из партнеров вызывается обычно неблагоприятным для него существенным изменением конъюнктуры финансового рынка (изменением уровня цен на конкретный финансовый инструмент), в связи с чем уплата штрафных санкций для него может оказаться предпочтительней, чем реализация основных ее условий.

Со своими контрагентами на финансовом рынке предприятие может заключать следующие виды форвардных сделок:

- форвардную сделку на покупку базисного финансового актива;
- форвардную сделку на продажу базисного финансового актива;
- форвардную сделку на обмен базисными финансовыми активами.

"Форвардный курс" торгуемого базисного финансового актива обычно превышает "курс спот" по нему.

2. Фьючерсная сделка [future transaction] характеризует обязательство ее сторон купить или продать определенное количество финансовых активов в будущем периоде времени по фиксированной цене и в соответствии со стандартизированными условиями ее осуществления. Контрагентом предприятия по фьючерсной сделке может выступать только биржа — ее расчетная или клиринговая палата.

Соответственно фьючерсные сделки предприятие осуществляет исключительно на организованном финансовом рынке при посредстве брокерской конторы — участницы соответствующей биржи.

Инструментом осуществления фьючерсной сделки выступает фьючерсный контракт, который представляет собой один из видов производных ценных бумаг (деривативов).

В нем стандартизированы следующие основные условия фьючерсной сделки:

- вид базисного финансового актива, по которому составлен данный фьючерсный контракт. В современной практике таким базисным финансовым активом могут выступать наиболее ликвидные виды ценных бумаг, обращающиеся на данной бирже; отдельные виды кредитных финансовых инструментов; конкретные виды иностранной валюты; золото и другие драгоценные металлы;
- количество базисного финансового актива (стандартная его партия);
- фиксированная цена базисного финансового актива на момент заключения сделки;
- фиксируемый срок завершения действия контракта и полного расчета по нему (обычно фьючерсные контракты исполняются в специализированные даты, устанавливаемые биржей);
- система штрафных санкций за нарушение сторонами условий контракта.

При таких стандартизированных параметрах данного вида биржевого контракта предметом фьючерсной сделки выступает разница в его стоимости по ценам на конец и начало периода его действия. Иными словами, особенностью фьючерсной сделки (в отличие от форвардной) является то, что предметом этой сделки выступает не вся цена базисного финансового актива, а лишь разница между текущими его ценами на каждый конкретный момент времени и зафиксированной ценой фьючерсного контракта на момент его заключения (эта разница носит название "базис").

Для обеспечения исполнения своих обязательств по выполнению условий фьючерсного контракта, контрагенты биржи — участники фьючерсной сделки обязаны внести на свой клиринговый счет в расчетном центре определенную денежную сумму, называемую "депозитной маржей". Различают "первоначальную маржу", вносимую при заключении фьючерсной сделки (подписании фьючерсного контракта), и "поддерживающую маржу" — минимальный уровень депозитной денежной суммы, ниже которого она не может опускаться в процессе осуществления фьючерсной сделки. Нормативные размеры первоначальной и поддерживающей маржи устанавливаются биржей (по отдельным наиболее рискованным финансовым активам или в период высоких колебаний конъюнктуры финансового рынка нормативные размеры маржи могут повышаться).

Аналогично и на бирже для обеспечения исполнения своих обязательств по выполнению условий фьючерсных контрактов с контрагентами создается специальный страховой фонд.

Отличительной особенностью фьючерсной сделки является то, что финансовые результаты (прибыль или убыток) по фьючерсному контракту при изменении базиса отражаются на клиринговом счете клиента в расчетной палате в конце того дня торгов, в котором они возникают. Во избежание больших рисков, вызывающих высокий положительный или отрицательный размер базиса, многие биржи налагают ограничения колебаний курсов фьючерсных контрактов в течение одних торгов. Выступая как участник на фьючерсном финансовом рынке, предприятие может осуществлять на нем следующие виды сделок:

- фьючерсную сделку на покупку базисного финансового актива. Эта сделка определяется для ее участника как "открытие длинной позиции". Прибыль от такой

сделки владелец фьючерсного контракта может получить в том случае, если цена соответствующего базисного финансового актива в будущем периоде будет генерировать убыток для участника фьючерсной сделки данного вида;

- фьючерсную сделку на продажу базисного финансового актива. Эта сделка определяется для ее участника как "открытие короткой позиции". Прибыль от такой сделки владелец фьючерсного контракта может получить в том случае, если цена соответствующего базисного финансового актива в будущем периоде будет иметь тенденцию к снижению. Соответственно, рост цены базисного финансового актива в будущем периоде будет генерировать убыток для участника фьючерсной сделки данного вида;
- офсетную фьючерсную сделку. Эта сделка определяется для ее участника как "заккрытие позиции" по ранее открытой им длинной или короткой позиции. Так как фьючерсная сделка, направленная на открытие длинной или короткой позиции, практически никогда не заканчивается реальной поставкой базисных финансовых активов, ее прекращение возможно лишь путем совершения обратной сделки по аналогичному фьючерсному контракту (т.е. продавец фьючерсного контракта при завершении сделки должен совершить покупку контракта на аналогичное количество базисного финансового инструмента, а покупатель — соответственно продажу такого контракта).

Офсетная сделка может быть проведена не только при завершении срока действия фьючерсного контракта, но и на любом этапе его исполнения.

3. Опционная сделка ("сделка с премией") [option transaction] характеризует обязательство одной стороны предоставить право другой стороне купить или продать соответствующий финансовый актив по установленной цене в течение (или в конце) определенного периода времени. Опционные сделки могут осуществляться как на организованном, так и на неорганизованном финансовом рынке. В первом случае эти сделки организуются расчетной (клиринговой) палатой биржи, а во втором — брокерскими конторами.

Инструментом проведения опционной сделки выступает опционный контракт, который является производной ценной бумагой (деривативом). В нем так же как и во фьючерсном контракте стандартизированы основные условия опционной сделки — ее объект, цена опциона, дата погашения и т.п. Отличительной особенностью опционного контракта является размер уплачиваемой покупателем премии за возможное невыполнение контрактных условий.

Объектом опционной сделки могут выступать как базисные, так и производные ценные бумаги других видов (фьючерсные опционы, своповые опционы), кредитные финансовые инструменты (процентные опционы), иностранная валюта (валютные опционы), золото и другие драгоценные металлы.

Осуществление опционных сделок в системе организованного финансового рынка приближено к аналогичным фьючерсным сделкам — по ним также взимается маржа, предусмотрена возможность офсетных (обратных) сделок для закрытия позиции и т.п. Вместе с тем, в отличие от фьючерсных по опционным сделкам не предусматриваются ежедневные расчеты и зачисления сумм прибыли или убытка сторон по результатам ежедневных торгов.

По особенностям контрактных условий опционы, обращающиеся на финансовом рынке, классифицируются по следующим основным признакам (рис. 17.5):

ВИДЫ ОПЦИОНОВ
ПО ЦЕЛЕВОМУ ХАРАКТЕРУ СДЕЛКИ
Опцион с реальной поставкой финансового актива
Опцион с денежным расчетом
ПО ПРИОБРЕТАЕМОМУ ПОКУПАТЕЛЕМ ПРАВУ
Опцион „колл“
Опцион „пут“
Двойной опцион
ПО ОБЪЕМУ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА (ПРАВА)
Простой опцион
Кратный опцион
ПО ВРЕМЕНИ РЕАЛИЗАЦИИ
Американский опцион
Европейский опцион

Рисунок 17.5. Основные виды опционных контрактов, обращающихся на финансовом рынке.

По целевому характеру сделки разделяют опционы с реальной поставкой финансового актива и опционы с денежным расчетом.

Опцион с реальной поставкой финансового актива обеспечивает право его владельцу завершить опционную сделку физическим приобретением или продажей обусловленного в нем количества соответствующего базового актива по оговоренной цене.

Опцион с денежным расчетом обеспечивает право его владельцу завершить опционную сделку получением в денежной форме разницы между стоимостью оговоренных базисных активов в ценах на момент исполнения обязательств по нему и предусматриваемой ценой исполнения опциона.

По приобретаемому покупателем праву выделяют опционы "колл", опционы "пут" и двойные опционы.

Опцион "колл" дает его владельцу (покупателю) право на покупку в обусловленное время по заранее оговоренной цене предусматриваемого контрактом количества базисного финансового актива. Для продавца опциона "колл" такая продажа финансового актива является контрактным обязательством.

Опцион "пут" дает его владельцу (покупателю) право на покупку в обусловленное время по заранее оговоренной цене предусматриваемого контрактом количества базисного финансового актива. Для продавца опциона "пут" такая покупка финансового актива является контрактным обязательством.

Двойной опцион дает его владельцу (покупателю) право выбора продажи или покупки в обусловленное время по заранее оговоренной цене предусматриваемого контрактом количества базисного финансового актива. Для продавца исполнение права выбора покупателя двойного опциона является контрактным обязательством.

По объему обязательства (права) выделяют простой и кратный опционы.

Простой опцион дает его владельцу (покупателю) право потребовать от продавца



опциона исполнения его обязательства в объеме, не превышающем оговоренное количество базисного финансового актива.

Кратный опцион дает его владельцу (покупателю) право за определенную дополнительную премию, уплачиваемую продавцу опциона, потребовать от него выполнения его обязательства в объеме, в несколько раз превышающем оговоренное контрактом количество базисного финансового актива. Этот объем может быть 2-х, 3-х, 4-х и т.д. кратным по отношению к первоначально оговоренному количеству, но в пределах максимальной кратности, определяемой опционным контрактом.

По времени реализации различают американский и европейский виды опционов.

Американский опцион характеризует опционный контракт, который может быть реализован его владельцем (покупателем) в любое время до окончания срока его действия.

Европейский опцион характеризует опционный контракт, который может быть реализован его владельцем (покупателем) только в заранее обусловленный день (дату исполнения опциона).

Выступая как участник на опционном финансовом рынке, предприятие может осуществлять на нем следующие основные виды сделок:

- опционную сделку на покупку опционного контракта "колл". Такая сделка характеризуется как открытие покупателем длинной позиции "колл" (длинный "колл"). Прибыль от этой сделки может быть получена покупателем только при тенденции возрастания цены на соответствующий базисный финансовый актив в обусловленном периоде времени. Если динамика цены будет характеризоваться противоположной тенденцией, покупатель может воспользоваться своим правом отказа от исполнения сделки (максимальный его риск в этом случае ограничен размером премии, уплаченной продавцу опционного контракта);

- опционную сделку на покупку опционного контракта "пут". Такая сделка также характеризуется как открытие покупателем длинной позиции (в данном случае — длинный "пут"). Прибыль от такой сделки может быть получена покупателем только при тенденции снижения цены, на соответствующий базисный финансовый актив в обусловленном периоде времени (при возрастании этой цены покупатель может воспользоваться своим правом отказа от исполнения сделки);

- опционную сделку на продажу опционного контракта "колл". Такая сделка характеризуется как открытие продавцом опциона короткой позиции "колл" (короткий "колл"). Выигрыш по сделке продавцу может принести только тенденция снижения цены на соответствующий базисный финансовый актив в обусловленном периоде времени. Учитывая право отказа покупателя опциона от исполнения сделки, этот выигрыш ограничивается, как правило, размером полученной премии;

- опционную сделку на продажу опционного контракта "пут". Такая сделка характеризуется как открытие продавцом опциона короткой позиции "пут" (короткий "пут"). Выигрыш по такой сделке (в размере премии) продавцу приносит только тенденция возрастания цены на соответствующий базисный финансовый актив.

4. Своповая сделка (сделка "своп") [swap transaction] характеризует соглашение между двумя (или более) участниками финансового рынка о проведении обмена будущими платежами различного вида на взаимовыгодных условиях. Такие сделки осуществляются исключительно в системе неорганизованного финансового рынка. Отличительной чертой этих сделок является возможность очень продолжительного периода их осуществления — они реализуются на протяжении от нескольких месяцев до десяти и более лет. Своповые сделки осуществляются как непосредственно между двумя хозяйствующими субъектами, так и при посредничестве коммерческих банков. Инструментом осуществления своповой сделки является контракт "своп" (или просто "своп"). Он составляется участниками своповой сделки в соответствии с рекомендациями национальных и международных стандартов. Основные параметры этого контракта определяются видом свопа, отражающим предмет сделки.

В современной практике наибольшее распространение получили следующие основные виды свопа (рис. 17.6):

ОСНОВНЫЕ ВИДЫ СВОПА		
Валютный своп	Процентный своп (своп финансовых обязательств)	Своп финансовых активов

Рисунок 17.6. Основные виды свопа, отражающие предмет своповой сделки.

Валютный своп характеризует обмен будущими платежами участников сделки в иностранной валюте. В рамках валютного свопа предприятие может осуществлять следующие основные виды своповых сделок:

- покупку иностранной валюты на условиях "spot" с одновременным заключением контракта на ее продажу через определенный период времени на условиях "форвард";
- продажу иностранной валюты на условиях "spot" с одновременным заключением контракта на ее покупку через определенный период времени на условиях "форвард";
- обмен одной иностранной валюты на другую в на-; стоящем периоде с одновременным заключением контракта на ее обратный обмен в будущем периоде.

Процентный своп (или своп финансовых обязательств)

характеризует обмен будущими платежами участников сделки, связанными с привлечением и обслуживанием кредитов, эмиссией и обслуживанием облигаций и т.п. (сам процентный своп при этом кредитным соглашением не является).

Эффективность такого обмена для каждого из участников сделки определяется тем, что в связи с различным уровнем кредитоспособности (их кредитным рейтингом) они формируют свои финансовые обязательства на своих финансовых рынках с различным уровнем процента (различной стоимостью привлечения заемных средств). Обмен видами платежей по обслуживанию долга позволяет при определенных условиях получать экономическую выгоду обеим партнерам по своповой сделке.

В рамках процентного свопа (свопа финансовых обязательств) предприятие может осуществлять следующие основные виды своповых сделок:

- обмен обязательствами по выплате процентов по фиксированной ставке на обязательства по выплате процентов по плавающей ставке;
- обмен обязательствами по выплате процентов по плавающей процентной ставке на обязательства по выплате процентов по фиксированной ставке;
- обмен обязательствами по выплате процентов по одному виду плавающей процентной ставки на обязательства по их выплате по другому виду плавающей процентной ставки.

Процентный своп может обслуживать финансовые обязательства предприятия как в национальной, так и в иностранной валюте.

Своп финансовых активов характеризует обмен будущими поступлениями платежей между участниками сделки от принадлежащих им активов (инвестиций в ценные бумаги, депозитов и т.п.). В отличие от процентного свопа, который позволяет участникам сделки снизить стоимость привлекаемого заемного капитала, своп финансовых активов позволяет им увеличить доходность инвестиций без соответствующего возрастания уровня их риска.

Эффективность такого обмена для каждого из участников сделки также определяется относительными преимуществами каждого из них на различных финансовых рынках. В рамках свопа финансовых активов предприятие может осуществлять следующие основные виды своповых сделок:

- обмен поступлениями от инвестиций по фиксированной процентной ставке на их поступления по плавающей процентной ставке;
- обмен поступлениями от инвестиций по плавающей процентной ставке на их поступления по фиксированной процентной ставке;
- обмен поступлениями от инвестиций по одному виду плавающей процентной ставки

на их поступления по другому виду плавающей процентной ставки;

- обмен поступлениями от инвестиций в одной валюте на их поступления в другой валюте.

Своп финансовых активов может обслуживать будущие поступления доходов предприятия от инвестиций как в национальной, так и в различных видах иностранной валюты.

III. По возможности продления срока сделки они подразделяются на два вида — без права пролонгации и про-лонгационные.

Сделка без права пролонгации предусматривает в качестве одного из обязательных условий полное ее завершение в предусмотренный контрактом срок.

Пролонгационная сделка характеризует срочную сделку, одним из условий которой является возможность ее продления. Такая возможность предоставляется, как правило, по фьючерсным и своповым сделкам.

По фьючерсным сделкам потребность в пролонгации биржевого контракта определяется чаще всего тем, что прогнозные ожидания участника сделки относительно динамики цены базисного финансового актива к моменту завершения срока действия контракта не оправдались, но он надеется, что они будут реализованы в ближайшее время.

Существует две разновидности пролонгационных фьючерсных сделок — репорт и депорт.

Репорт характеризует пролонгацию фьючерсной сделки в расчете на повышение цены базисного финансового актива и получение дохода в виде разницы между будущими курсами его продажи и настоящим курсом его покупки.

Таблица 17.1

Состав основных групп операций предприятия на различных видах финансового рынка

Группы основных операций предприятия	Виды финансовых рынков				
	Кредитный	Ценных бумаг	Валютный	Страховой	Золота и других драгоценных металлов
1. Операции по привлечению собственных финансовых ресурсов из внешних источников		X			
2. Операции по привлечению заемных средств из внешних источников	X	X	X		
3. Операции по продаже финансовых активов в процессе их обмена или дезинвестирования капитала	X X	X X	X		X
4. Операции инвестирования капитала					
5. Операции страхования финансовых рисков	X	X	X	X	X
6. Спекулятивные операции	X	X	X		X
7. Арбитражные операции	X	X	X		X
8. Операции по рефинансированию дебиторской задолженности	X	X	X		
9. Прочие виды операций	X	X	X	X	X

3. Операции по продаже финансовых активов в процессе их обмена или дезинвестирования капитала. Эта группа операций может осуществляться предприятием на рынке ценных бумаг, валютном рынке, рынке золота и других драгоценных металлов.

Основным видом рассматриваемых операций предприятия на рынке ценных бумаг является продажа отдельных активов портфеля финансовых инвестиций (акций, облигаций и т.п.). Эта операция может быть вызвана снижением уровня доходности отдельных финансовых активов портфеля в связи с изменением конъюнктуры рынка или негативными результатами хозяйственной деятельности эмитентов, а также в связи с необходимостью повышения уровня платежеспособности предприятия путем конверсии части портфеля ценных бумаг в денежную форму. Такие операции обслуживаются, как правило, кассовыми сделками (сделками "спот").

4. Операции инвестирования капитала. Эта группа операций играет наибольшую роль в обеспечении возрастания рыночной стоимости предприятия. Диапазон этих операций предприятия на финансовом рынке довольно широк. Однако этими операциями охватывается только финансовое инвестирование предприятия — осуществление реальных его инвестиций связано с другими видами рынков. Операции предприятия по финансовому инвестированию осуществляются на кредитном рынке, рынке ценных бумаг и валютном рынке.

5. Операции страхования финансовых рисков. Такие операции предприятие имеет возможность проводить на всех без исключения видах финансового рынка. На этом рынке основными операциями данной группы являются диверсификация финансовых инструментов, хеджирование ценовых (курсовых) рисков, а также прямое страхование имущества (активов) и ответственности.

6. Спекулятивные операции. Такие операции направлены на получение прибыли за счет изменения цен на отдельные финансовые активы, ставок процента на кредитном рынке, курсов иностранных валют в предстоящем периоде времени. Диапазон времени, в течение которого могут осуществляться спекулятивные операции, очень обширен — он может составлять от нескольких часов в течение одной торговой сессии на бирже до нескольких месяцев и даже лет.

Среди всех операций, совершаемых на финансовом рынке, спекулятивные операции представляют наиболее сложный их вид. Они требуют досконального знания механизма финансового рынка, умения осуществлять его прогнозирование в разрезе отдельных видов и финансовых инструментов, владения техникой проведения биржевых сделок и т.п. Именно эти операции могут принести наиболее ощутимую прибыль на финансовом рынке, но в случае их неудачи они приносят и наиболее ощутимые финансовые потери.

Инструментом осуществления спекулятивных операций могут выступать практически все виды срочных сделок на финансовом рынке — форвардные, фьючерсные, опционные, своповые. Это связано с тем, что эти виды сделок отражают результаты прогнозирования изменения цен на различные финансовые активы. Соответственно, спекулятивные операции могут проводиться на всех основных видах финансового рынка. При этом спекулянты-участники этих операций могут играть как на повышении цены (выступая в роли "быка"), так и на ее понижении (выступая в роли "медведя").

7. Арбитражные операции. Операции этой группы направлены на получение прибыли за счет разницы в ценах на отдельные финансовые инструменты на различных рынках. По своей экономической сущности они также являются спекулятивным видом операций, но в отличие от ранее рассмотренных основаны не на прогнозируемой динамике цен, а преимущественно на их статике. Механизм осуществления арбитражных операций состоит в открытии позиции на двух и более рынках, имеющих расхождение в ценах на одноименные финансовые инструменты.

Наиболее простым и распространенным видом арбитражных операций является так называемый "пространственный арбитраж" [spatial arbitrage], в процессе которого

используются различия в уровне цен на одноименные финансовые инструменты на отдельных региональных рынках. Поскольку арбитражные сделки (покупка финансового актива на "дешевом" рынке и его продажа на "дорогом" рынке) осуществляются в течение очень короткого периода времени (практически одновременно), арбитражер имеет возможность использовать в этих целях заемный капитал на непродолжительный срок (т.е. свести до минимума затраты по его использованию), а также существенно снизить риск проведения операции (уровень этого риска незначителен в сравнении с риском проведения спекулятивных операций).

8. Операции по рефинансированию дебиторской задолженности. Целью этих операций является ускоренный перевод дебиторской задолженности в другие формы оборотных активов предприятия: денежные средства и высоколиквидные краткосрочные ценные бумаги.

Основными формами рефинансирования дебиторской задолженности, используемыми в настоящее время, являются:

- факторинг;
- учет векселей, выданных покупателями продукции;
- форфейтинг.
- Факторинг представляет собой финансовую операцию, заключающуюся в уступке предприятием-продавцом права получения денежных средств по платежным документам за поставленную продукцию в пользу банка или специализированной компании — "фактор компании", которые принимают на себя все кредитные риски по инкассации долга. За осуществление такой операции банк (фактор-компания) взимают с предприятия-продавца определенную комиссионную плату в процентах к сумме платежа. Ставки комиссионной платы дифференцируются с учетом уровня платежеспособности покупателя продукции и предусмотренных сроков ее оплаты. Кроме того, при проведении такой операции банк (фактор-компания) в срок до трех дней осуществляет кредитование предприятия-продавца в форме предварительной оплаты долговых требований по платежным документам (обычно в размере от 70 до 90% суммы долга в зависимости от фактора риска). Остальные 10-30% суммы долга временно депонируются банком в форме страхового резерва при его непогашении покупателем (эта депонированная часть долга возвращается предприятию-продавцу после полного погашения суммы долга покупателем).
- Учет векселей, выданных покупателями продукции, представляет собой финансовую операцию по их продаже банку (или другому финансовому институту, другому хозяйствующему субъекту) по определенной (дисконтной) цене, устанавливаемой в зависимости от их номинала, срока погашения и учетной вексельной ставки.

Учетная вексельная ставка состоит из средней депозитной ставки, ставки комиссионного вознаграждения, а также уровня премии за риск при сомнительной платежеспособности векселедателя. Указанная операция может быть осуществлена только с переводным векселем.

- Форфейтинг представляет собой финансовую операцию по рефинансированию дебиторской задолженности по экспортному товарному (коммерческому) кредиту путем передачи (индоссаментом) переводного векселя в пользу банка (факторинговой компании) с уплатой последнему комиссионного вознаграждения. Банк (факторинговая компания) берет на себя обязательство по финансированию экспортной операции путем выплаты по учтенному векселю, который гарантируется предоставлением авалю банка страны импортера. В результате форфетирования задолженность покупателя по товарному (коммерческому) кредиту трансформируется в задолженность финансовую (в пользу банка). По своей сути форфейтинг соединяет в себе элементы факторинга (к которому предприятия-экспортеры прибегают в случае высокого кредитного риска) и учета векселей (с их индоссаментом только в пользу банка). Форфейтинг используется при осуществлении долгосрочных (многолетних) экспортных поставок и позволяет экспортеру немедленно получать

денежные средства путем учета векселей. Однако его недостатком является высокая стоимость, поэтому предприятию-экспортеру следует проконсультироваться с банком (факторинговой компанией) еще до начала переговоров с иностранным импортером продукции, чтобы иметь возможность включить расходы по форфейтинговой операции в стоимость контракта.

9. Прочие виды операций. К числу таких операций, опосредствуемых сделками предприятия на финансовом рынке, можно отнести:

- реструктуризацию финансовых активов;
- реструктуризацию финансовых обязательств;
- реорганизацию предприятия (слияние, объединение, разгосударствление и т.п.);
- дробление и укрупнение акций корпорации ("сплит" и "обратный сплит") и ряд других, содержание которых рассматривается в специальных разделах.

Проведенный обзор основных операций предприятия на финансовом рынке показывает, что они составляют одно из важнейших направлений деятельности финансовых менеджеров по обеспечению возрастания его рыночной стоимости. Поэтому внедрение их в практику является одной из важных стратегических целей, направленных на повышение качества управления финансовой деятельностью предприятия.

## Проектирование оптимальной организационной структуры управления финансовой деятельностью

Успешное осуществление финансовой деятельности предприятия в стратегической перспективе во многом определяется эффективностью ее организационного обеспечения.

Система организационного обеспечения финансовой деятельности представляет собой взаимосвязанную совокупность внутренних функциональных служб и подразделений предприятия, обеспечивающих разработку, принятие и реализацию стратегических финансовых решений и несущих ответственность за результаты этих решений.

Основу организационного обеспечения стратегического финансового менеджмента составляет формируемая на предприятии структура управления его финансовой деятельностью, элементами которой являются отдельные менеджеры, службы, отделы и другие организационные подразделения аппарата управления. Так как система стратегического финансового менеджмента является составной частью общей системы управления предприятием, структура управления его финансовой деятельностью должна быть интегрирована с общей организационной структурой управления.

Такое интегрирование позволяет снизить общий уровень управленческих затрат, обеспечить координацию действий системы стратегического финансового менеджмента с другими управляющими системами предприятия, повысить комплексность и эффективность контроля реализации принятых стратегических решений.

В процессе формирования организационной структуры стратегического финансового менеджмента исходят из объема финансовой деятельности предприятия, ее основных форм, функций финансового менеджмента, региональной диверсификации и других факторов. Кроме того, при построении этой организационной структуры должны быть обеспечены эффективные связи между различными организационными подразделениями службы управления финансовой деятельностью, с одной стороны, и между подразделениями финансового менеджмента и других функциональных систем управления предприятием, с другой.

Формируемую в структуре управления предприятием систему связей между



различными звеньями аппарата управления подразделяют на горизонтальные и вертикальные связи. Горизонтальные связи строятся как одноуровневые, а вертикальные — как многоуровневые, обеспечивающие иерархичность управления. Общие принципы формирования организационной структуры управления предприятием (интегрирующей в своем составе и структуры управления финансовой деятельностью) предусматривают создание центров управления двух типов — иерархического и органического.

Иерархический тип структур управления предприятием предусматривает движение управленческих решений и информационных потоков строго по вертикали, в которой нижестоящий орган управления подчиняется и контролируется вышестоящим.

Соответственно он предусматривает выделение различных уровней управления. В системе иерархического типа наибольшее распространение получили простая линейная, линейно-функциональная и дивизиональная структуры управления.

Органический тип структур управления предприятием характеризуется отсутствием иерархии при полной ответственности руководителей формируемых подразделений за конечные результаты деятельности.

Формирование таких подразделений исходит из характера отдельных решаемых в комплексе проблем, что повышает гибкость структуры управления и ее высокую адаптивность к меняющимся внешним и внутренним условиям деятельности предприятия. В системе органического типа наибольшее распространение получили проектная и матричная структуры управления.

В большинстве структур управления иерархического и органического типа центры управления финансовой деятельностью строятся параллельно центрам управления другими видами деятельности предприятия. Существует два основных подхода к уровню разграничения функций центров управления (рис. 18.1).

В соответствии с первым подходом функциональные центры управления строятся на основе принципов независимой деятельности, а их контакты с другими функциональными подразделениями ограничиваются лишь информационными связями. В соответствии со вторым подходом функциональные центры управления строятся на основе принципов взаимосвязанной деятельности, при котором большинство управленческих решений в рамках конкретной функции управления принимаются ими самостоятельно, а ряд управленческих решений, требующих комплексной разработки, вырабатываются совместно с другими функциональными службами предприятия. Перечень таких комплексных управленческих решений формируется обычно заранее (он может быть дополнен отдельными заданиями руководства предприятия и в оперативном порядке).

В рамках взаимодействия с другими управляющими системами организационное обеспечение финансового менеджмента может быть интегрировано в общую систему управления предприятием на основе любого из перечисленных подходов. В то же время в системе организационного обеспечения самого финансового менеджмента используется исключительно принцип взаимосвязанной деятельности его внутренних функциональных центров управления. Это связано с высоким уровнем взаимосвязи отдельных аспектов финансовой деятельности предприятия, определяющим необходимость комплексного подхода к разработке многих управленческих решений в этой области.

Функциональное построение центров управления финансовой деятельностью существенно различается на предприятиях разных размеров и в зависимости от используемых общих организационных структур управления.

**А. ПРИНЦИП НЕЗАВИСИМОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ  
ФУНКЦИОНАЛЬНЫХ ЦЕНТРОВ УПРАВЛЕНИЯ**



**Б. ПРИНЦИП ВЗАИМОСВЯЗАННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ  
ФУНКЦИОНАЛЬНЫХ ЦЕНТРОВ УПРАВЛЕНИЯ**



Рисунок 18.1. Принципиальные подходы к уровню разграничения функций центров управления предприятия.

На предприятиях, использующих простую линейную организационную структуру управления (она характерна для малых предприятий), функциональные центры управления финансовой деятельностью, как правило, не создаются. Функции этого управления в связи с незначительным объемом финансовой деятельности возлагаются обычно на собственника (владельца) малого предприятия или его директора (если собственник использует для общего управления предприятием наемного менеджера).

На предприятиях, использующих линейно-функциональную организационную структуру управления (она характерна для средних предприятий) функции финансового управления возлагаются на специального финансового менеджера или на общий центр управления финансовой деятельностью, находящегося в составе финансовой службы предприятия. Такой финансовый центр (финансовый менеджер) осуществляет управление всеми основными аспектами финансовой деятельности, координируя его с центрами управления производственной и маркетинговой деятельностью предприятия. Принципиальная оргиграмма линейно-функциональной организационной структуры управления предприятием (включая управление финансовой деятельностью приведена на рис. 18.2.

ДИРЕКЦИЯ	
Экономическая служба предприятия	Другие функциональные службы и предприятия
Общий центр управления финансовой деятельностью (финансовый менеджер общего профиля)	

Рисунок 18.2. Принципиальная органиграмма управления финансовой деятельностью в рамках линейно-функциональной структуры управления предприятием.

На предприятиях, использующих дивизиональную организационную структуру управления, в основе которой лежит его децентрализация по отдельным признакам — региональному, товарному и т.п. (она характерна для больших и крупных предприятий с широко диверсифицированной производственной или региональной деятельностью), функции финансового управления возлагаются на центры управления финансовой деятельностью, формируемые в составе каждого дивизиона (отделения компании). В этом случае система управления финансовой деятельностью носит дезинтегрированный характер — ключевую роль в этом управлении играют не менеджеры центрального аппарата, а руководители соответствующих производственных отделений. Принципиальная органиграмма управления финансовой деятельностью в системе дивизиональной организационной структуры управления предприятием представлена на рис. 18.3.

ГЕНЕРАЛЬНАЯ ДИРЕКЦИЯ		
функциональные службы центрального аппарата управления		Функциональные службы центрального аппарата управления
Руководитель отделения „А“	Руководитель отделения „Б“	Руководитель отделения „В“
Общий центр управления финансовой деятельностью	Общий центр управления финансовой деятельностью	Общий центр управления финансовой деятельностью
Другие функциональные центры управления отделением	Другие функциональные центры управления отделением	Другие функциональные центры управления отделением

Рисунок 18.3. Принципиальная органиграмма управления финансовой деятельностью в системе дивизиональной организационной структуры управления предприятием.

На предприятиях, использующих проектную организационную структуру управления (она характерна, как правило, для средних и больших предприятий) функции финансового управления дифференцируются в разрезе отдельных подразделений — проектной команды, наделенной комплексными полномочиями в решении поставленных задач. В системе финансового менеджмента такие подразделения создаются для анализа и планирования финансовой деятельности, для управления инвестициями, для привлечения финансовых ресурсов из внешних источников, для управления рисками и т.д. Как правило, руководители таких проектных подразделений подчинены непосредственно генеральному директору или его заместителю по финансовым вопросам. Проектные подразделения, обеспечивающие управление финансовой деятельностью в рамках конкретных задач, могут

создаваться и на временной основе (например, команда по антикризисному финансовому управлению). Принципиальная органиграмма такого управления финансовой деятельностью предприятия представлена на рис. 18.4.



Рисунок 18.4. Принципиальная органиграмма управления финансовой деятельностью в системе проектной орга низационной структуры управления предприятием. На предприятиях, использующих матричную организационную структуру управления (она характерна, как правило, для больших и крупных предприятий) проектный принцип управления финансовой деятельностью дополняется функциональным принципом. В этом случае на предприятии организуется двойное подчинение финансовых менеджеров — с одной стороны они подчинены непосредственным руководителям соответствующих функциональных служб центрального аппарата управления (по определенному кругу вопросов), а с другой, непосредственному руководителю соответствующего самостоятельного структурного подразделения предприятия. Принципиальная органиграмма управления финансовой деятельностью в системе матричной организационной структуры управления предприятием приведена на рис. 18.5.



Рисунок 18.5. Принципиальная органиграмма управления финансовой деятельностью в системе матричной организационной структуры управления предприятием.

Наряду с традиционной интеграцией структур управления финансовой деятельностью с общей системой управления предприятием в рамках организационной его структуры, в последние годы в нашей стране используются и иные, более прогрессивные формы такой интеграции. Одной из таких форм является концепция управления отдельными аспектами финансовой деятельности предприятия на основе "центров ответственности". Эта концепция, разработанная американским экономистом Дж. Хиггинсом, получила широкое практическое использование в управлении формированием собственных финансовых ресурсов, денежными потоками, инвестициями и некоторыми другими аспектами финансовой деятельности предприятия.

Центр ответственности представляет собой структурное подразделение предприятия, которое полностью контролирует те или иные аспекты финансовой деятельности, а его руководитель самостоятельно принимает управленческие решения в рамках этих аспектов и несет полную ответственность за выполнение доведенных ему плановых (нормативных) финансовых показателей. Как видно из этого определения, права руководителя подразделения — центра ответственности, связанного с отдельными аспектами управления финансовой деятельностью в рамках этого подразделения, паритетно корреспондируют с мерой его ответственности при контроле со стороны вышестоящей структуры (органа) финансового управления.

Различия функциональной направленности деятельности таких структурных подразделений, их места в организационной структуре финансового управления, а также широты полномочий их руководителей позволяют выделить ряд конкретных типов центров ответственности в рамках предприятия (рис. 18.6).

Центр затрат представляет собой структурное подразделение, руководитель которого несет ответственность только за расходование средств в соответствии с доведенным ему бюджетом. В силу функциональной направленности своей деятельности такое структурное подразделение не может самостоятельно влиять на объем доходов, а соответственно и на сумму прибыли. Примером центра затрат является снабженческо-заготовительное или производственное подразделение предприятия.

ЦЕНТРЫ ОТВЕТСТВЕННОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ			
Центр затрат	Центр дохода	Центр прибыли	Центр инвестиций

Рисунок 18.6. Основные типы центров ответственности, формируемые в системе организационного обеспечения финансового управления предприятием.

Центр дохода представляет собой структурное подразделение, руководитель которого несет ответственность только за формирование доходов в установленных объемах. В силу функциональной направленности своей деятельности такое структурное подразделение не может самостоятельно влиять на весь объем затрат по реализуемой продукции, а соответственно и на сумму прибыли. Примером центра дохода является сбытовое подразделение предприятия.

Центр прибыли представляет собой структурное подразделение предприятия, руководитель которого несет ответственность за доведенные ему задания по формированию прибыли. В силу функциональной направленности своей деятельности такое структурное подразделение полностью контролирует как формирование доходов от реализации продукции, так и объем затрат на ее изготовление. Примером центра прибыли является структурное подразделение с законченным циклом производства и реализации отдельных видов продукции.

Центр инвестиций представляет собой структурное подразделение предприятия, руководитель которого несет ответственность за использование выделенных ему инвестиционных ресурсов и получение необходимой прибыли от инвестиционной

деятельности. Основным контролирующим показателем при этом является обычно уровень прибыли на инвестированный капитал. Примером центра инвестиций является дочерняя фирма предприятия или выделенное в его составе специальное структурное подразделение, осуществляющее исключительно инвестиционную деятельность.

Формирование системы организационного обеспечения стратегического финансового управления предприятием на основе центров ответственности предусматривает следующий алгоритм действий (рис. 18.7).

1. Исследование особенностей функционирования отдельных структурных подразделений с позиций их влияния на отдельные аспекты формирования и использования финансовых ресурсов
2. Определение основных типов центров ответственности в разрезе структурных подразделений предприятия
3. Формирование системы прав, обязанностей и меры ответственности руководителей структурных подразделений, определенных как центры ответственности
4. Разработка и доведение центрам ответственности плановых (нормативных) финансовых заданий в форме текущих или капитальных бюджетов
5. Обеспечение контроля выполнения установленных заданий центрами ответственности путем получения соответствующей информации (отчетов), ее анализа и установления причин отклонений

Рисунок 18.7. Основные этапы формирования системы организационного обеспечения стратегического финансового управления на основе центров ответственности.

Построение системы организационного обеспечения стратегического финансового менеджмента путем создания центров ответственности разных типов зависит от многих факторов — объема деятельности предприятия, многофункциональности этой деятельности, численности персонала, организационной структуры производства, организационно-правовой формы деятельности и других. Поэтому определение численности и состава центров ответственности требует индивидуального исследования для каждого предприятия. Сформированные центры ответственности должны быть укомплектованы квалифицированными менеджерами, способными не только обеспечивать выполнение установленных заданий, но и разрабатывать предложения вышестоящим органам управления по повышению эффективности формирования и использования финансовых ресурсов в рамках контролируемой ими деятельности подразделений.

## Формирование организационной культуры финансовых менеджеров

В составе основных направлений повышения качества стратегического управления финансовой деятельностью предприятия, важное место принадлежит формированию, поддержанию и развитию организационной культуры финансовых менеджеров. Организационная культура (корпоративная культура, культура предприятия)



представляет собой систему общих для всех сотрудников наиболее важных норм и ценностей в их органической взаимосвязи, определяющих ориентиры их поведения и действий, обеспечивающих их целевую внутреннюю интеграцию и эффективную адаптацию к изменениям факторов внешней среды.

Выделение организационной культуры в самостоятельный объект управления предприятием относится к 80-м годам двадцатого столетия и связано с попытками американских и европейских экономистов объяснить и использовать успешный опыт развития японских корпораций. Первоначальные исследования организационной культуры как самостоятельного объекта управления затрагивали преимущественно вопросы коллективной организации труда и мотивации работников во взаимосвязи с организационной структурой предприятия.

С позиций стратегического менеджмента вопросы организационной культуры стали рассматриваться значительно позже.

Современная концепция организационной культуры, рассматриваемая в свете парадигмы стратегического менеджмента, трактует ее как мощный стратегический инструмент, позволяющий ориентировать все функциональные службы предприятия и отдельных его сотрудников на общие цели, мобилизовать инициативу персонала на поиск наиболее эффективных путей развития предприятия в долгосрочной перспективе. По мнению многих отечественных и зарубежных экспертов, формирование организационной культуры дает не меньший эффект стратегического развития предприятия, чем наличие действенной организационной структуры управления. Этот эффект проявляется в обеспечении необходимых условий реализации стратегии предприятия и формирования его конкурентных преимуществ, более быстром преодолении кризисных ситуаций развития. Таким образом, организационная культура рассматривается как важнейший самостоятельный стратегический ресурс предприятия.

Важным аспектом современной концепции организационной культуры является то, что она может формироваться на предприятии в подразделении на ряд частных культур или субкультур. В рамках одного предприятия организационные субкультуры могут быть построены по функциональному, региональному, иерархическому и другим признакам. Одной из таких субкультур может выступать финансовая организационная субкультура, отражающая специфику управления финансовой деятельностью предприятия.

Под финансовой организационной субкультурой следует понимать совокупность общих для всех финансовых служб и финансовых менеджеров норм и ценностей, определяющих ориентиры их поведения и действий с учетом специфики финансового развития предприятия, интегрированных в общую систему его организационной культуры.

Финансовая организационная субкультура может формироваться в том же измерении, что и культура предприятия в целом (отражая лишь специфику его финансовой деятельности) или создавать более углубленный ее уровень, учитывающий характерные особенности персонала финансовых его служб (уровень квалификации, характер образования, возраст и т.п.).

Во втором случае важно обеспечивать согласованность (неконфликтность) основных элементов финансовой организационной субкультуры с основной организационной культурой с тем, чтобы не допускать формирования «контркультуры» в рамках предприятия со всеми ее отрицательными последствиями для стратегического развития.

Роль финансовой организационной субкультуры в обеспечении эффективного стратегического развития финансовой деятельности предприятия проявляется в следующем:

1. Финансовая организационная субкультура активно влияет на стиль мышления финансовых менеджеров, аналитическое видение ими финансовой среды и формы обеспечения предстоящего финансового развития предприятия, а соответственно на формирование реальных стратегических финансовых целей и эффективных путей их

достижения.

2. Общая приверженность финансовых менеджеров единой системе норм и ценностей, составляющих основу финансовой организационной субкультуры и корреспондирующих с целями финансового развития предприятия, минимизирует внутреннее сопротивление стратегическим изменениям финансовой деятельности и создает благоприятные условия для слаженных действий по реализации финансовой деятельности.

3. Заложённая в финансовой организационной субкультуре направленность финансовых менеджеров на новаторство и гибкость управления создает предпосылки для эффективного внедрения инновационных финансовых технологий и инструментов, обеспечивая предприятию в процессе стратегического развития дополнительные конкурентные преимущества по финансовым их элементам.

4. Ключевой фигурой в формируемой финансовой организационной субкультуре является финансовый менеджер. Система элементов этой субкультуры, принятой на предприятии, вносит определенность в условия их перспективного профессионального роста, социальную защищенность, осознание своего места в коллективе, что позволяет формировать устойчивый кадровый потенциал отдельных финансовых служб. В свою очередь, устойчивость персонала финансовых служб предприятия является одним из важнейших условий эффективной реализации его финансовой стратегии.

Формирование финансовой организационной субкультуры, обеспечивающей эффективное финансовое развитие предприятия в стратегической перспективе, базируется на определенных принципах. Система основных из этих принципов приведена на рис. 18.8.

ПРИНЦИПЫ ФОРМИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОЙ ОРГАНИЗАЦИОННОЙ СУБКУЛЬТУРЫ
1. Четкость представлений финансовых менеджеров о роли финансовых служб в реализации миссии предприятия
2. Интегрированность финансовой организационной субкультуры с основной организационной культурой по важнейшим элементам
3. Подчиненность формирования финансовой организационной субкультуры основным целям стратегического финансового развития предприятия
4. Комплексность воздействия финансовой организационной субкультуры на эффективность финансового развития предприятия
5. Приоритетность разработки финансовой философии предприятия как базы формирования других элементов финансовой   организационной субкультуры
6. Отрицание форм насильственного воздействия на финансовых менеджеров с целью достижения желаемых параметров финансовой организационной субкультуры
7. Постепенность трансформации элементов финансовой организационной субкультуры
8. Историческая преемственность норм и ценностей, определяющих ориентиры корпоративного поведения финансовых менеджеров

Рисунок 18.8. Система основных принципов формирования финансовой организационной субкультуры.

1. Четкость представлений финансовых менеджеров о роли финансовых служб в

реализации миссии предприятия. Финансовая организационная субкультура должна формировать комплексное представление финансовых менеджеров о предназначении данного предприятия, его корпоративных целях, характере продукции и ее роли в удовлетворении общественных потребностей и других параметрах, отражаемых миссией предприятия и обеспечиваемых его эффективной финансовой деятельностью.

2. Интегрированность финансовой организационной субкультуры с основной организационной культурой по важнейшим элементам. Параметры финансовой организационной субкультуры, формируемые по важнейшим элементам, не должны противоречить параметрам этих элементов основной организационной культуры. Наличие таких противоречий может вызвать рассогласованность действий менеджеров различных функциональных служб предприятия в достижении общих корпоративных целей, ухудшение психологического климата на предприятии.

3. Подчиненность формирования финансовой организационной субкультуры основным целям стратегического финансового развития предприятия. Система параметров финансовой организационной субкультуры прежде всего должна быть ориентирована на реализацию главной цели стратегического финансового развития предприятия — постоянного возрастания его рыночной стоимости. Кроме того, формирование финансовой организационной субкультуры должно учитывать и основные стратегические финансовые цели, обеспечиваемые отдельными финансовыми службами и финансовыми менеджерами предприятия.

4. Приоритетность разработки финансовой философии предприятия как базы формирования других элементов финансовой организационной субкультуры. Базовым элементом формирования финансовой организационной субкультуры, определяющим выбор основного ее типа и направленность параметров отдельных ее элементов, является финансовая философия предприятия. Поэтому разработка и формулирование финансовой философии предприятия является обязательным предварительным условием формирования всех элементов финансовой организационной субкультуры.

5. Историческая преемственность норм и ценностей, определяющих ориентиры корпоративного поведения финансовых менеджеров.

Культура предприятия в целом и его финансовая субкультура складываются на протяжении продолжительного периода, связанного со всеми его жизненными циклами. Эта историчность формирования различных норм и ценностей, определяющая ориентиры корпоративного поведения финансовых менеджеров, должна учитываться в процессе проектирования желаемых параметров финансовой организационной субкультуры.

6. Постепенность трансформации элементов финансовой организационной субкультуры. Кардинальное изменение отдельных параметров финансовой организационной субкультуры в коротком стратегическом периоде является весьма трудноразрешимой задачей. Поэтому процесс формирования высокой финансовой организационной субкультуры обычно достаточно длителен и в значительной степени зависит от используемых механизмов материального, нематериального и воспитательного воздействия на финансовых менеджеров.

7. Отрицание форм насильственного воздействия на финансовых менеджеров с целью достижения желаемых параметров финансовой организационной субкультуры. Опыт показывает, что нельзя насильственно насаждать финансовую организационную субкультуру (как и корпоративную культуру в целом), если ее конечные цели и параметры не поддерживаются основным составом финансовых менеджеров. Такое насильственное воздействие может привести к резкому усилению сопротивления стратегическим изменениям и сформировать на предприятии очаги контр культуры, негативно отражающиеся на реализации его финансовой стратегии.

8. Комплексность воздействия финансовой организационной субкультуры на эффективность финансового развития предприятия. Такая оценка должна носить системный характер, который предусматривает комплексный учет не только прямого,

но и косвенного эффекта реализации сформированной финансовой организационной субкультуры.

Формирование финансовой организационной субкультуры осуществляется по следующим основным этапам (рис. 18.9).

ЭТАПЫ ФОРМИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОЙ ОРГАНИЗАЦИОННОЙ СУБКУЛЬТУРЫ
1. Диагностика сложившейся финансовой организационной - субкультуры
2. Исследование факторов, определяющих формирование ^ финансовой организационной субкультуры
3. Обоснование системы задач формирования финансовой / организационной субкультуры
4. Выбор базового типа финансовой организационной субкультуры
5. Формирование желательных параметров финансовой } организационной субкультуры в разрезе отдельных 9 элементов
6. Выбор механизмов, обеспечивающих достижение органи- l> зационной субкультуры

Рисунок. 18.9. Последовательность процесса формирования финансовой организационной субкультуры.

1. Диагностика сложившейся финансовой организационной субкультуры. Такая диагностика проводится силами самого финансового аппарата или привлекаемыми экспертами-специалистами на основе специально разрабатываемой анкеты. Известные американские специалисты в области диагностики и формирования организационной культуры — К. Камертон и Р. Куинн — рекомендуют осуществлять ее по следующим шести блокам:

- Важнейшие характеристики.
- Общий стиль лидерства.
- Управление наемными работниками.
- Связующая сущность системы.
- Стратегические цели.
- Критерии успеха.

Каждый из шести блоков, включаемых в анкету, предполагает четыре альтернативы ответов, оцениваемых в совокупности по 100-балльной системе.

Исходя из такого принципиального подхода в табл. 18.1 приведена разработанная автором примерная форма оценки сложившейся финансовой организационной субкультуры в процессе ее диагностики.

Таблица 18.1 Примерная форма оценки сложившейся финансовой организационной субкультуры в процессе ее диагностики (на основе базовых принципов К. Камертона-Р. Куинна)

Наименование блоков	Варианты ответов по результатам оценки	Баллы
1	2	3
I. Важнейшие характеристики системы финансового менеджмента	<p>1. Система финансового менеджмента предприятия уникальна по своим особенностям, а взаимоотношения менеджеров напоминают семейные.</p> <p>2. Система финансового менеджмента очень динамична и базируется на предпринимательском стиле.</p> <p>3. Система финансового менеджмента ориентирована на результат, а менеджеры ориентированы на соперничество в достижении поставленных целей.</p> <p>4. Система финансового менеджмента жестко структурирована и строго контролируется, а действия менеджеров определяются, как правило, формальными процедурами.</p>	
Всего 100		

1	2	3
II. Общий стиль лидерства в системе финансового менеджмента	<p>1. Общий стиль лидерства характеризуется стремлением помочь или научить.</p> <p>2. Общий стиль лидерства служит примером новаторства и склонности к риску.</p> <p>3. Общий стиль лидерства служит примером деловитости и агрессивности в достижении результатов.</p> <p>4. Общий стиль лидерства характеризуется высоким уровнем координации и четкой организации работ.</p>	
Всего 100		
III. Управление наемными финансовыми менеджерами	<p>1. Стиль управления характеризуется поощрением коллективной работы и коллективным участием в принятии решения.</p> <p>2. Стиль управления характеризуется поощрением индивидуального новаторства и риска, оригинальных решений.</p> <p>3. Стиль управления характеризуется высокой требовательностью и поощрением конечных результатов работы.</p> <p>4. Стиль управления характеризуется гарантией занятости, требованием подчинения, предсказуемости и стабильности в отношениях.</p>	
Всего 100		



1	2	3
IV. Связующая сущность системы финансового менеджмента	1. Финансовых менеджеров связывает воедино преданность делу, обязательность и взаимное доверие. 2. Финансовых менеджеров связывает воедино приверженность к инновациям и самосовершенствованию. 3. Финансовых менеджеров связывает воедино стремление к достижению поставленных задач. 4. Финансовых менеджеров связывают воедино формальные правила и принятая финансовая политика.	
Всего 100		
V. Стратегические цели развития системы финансового менеджмента	1. Стратегические цели сконцентрированы на гуманности, поддержании высокого доверия, открытости и соучастия. 2. Стратегические цели сконцентрированы на поддержании инновационных стремлений. 3. Стратегические цели сконцентрированы на поддержании духа соперничества в достижении поставленных целей, стремления к победе. 4. Стратегические цели акцентируют внимание на поддержании стабильности и контроля всех операций.	
Всего 100		

1	2	3
VI. Критерии успеха в финансовой деятельности	1. Успех определяется на базе коллективных конечных результатов финансовой деятельности. 2. Успех определяется на базе эффекта финансовых инноваций. 3. Успех определяется на базе опережения конкурентов по результатам финансовой деятельности. 4. Успех определяется на основе достижения плановых показателей финансовой деятельности.	
Всего 100		

По результатам диагностики определяются сильные и слабые стороны сложившейся финансовой организационной субкультуры.

2. Исследование факторов, определяющих формирование финансовой организационной субкультуры. Современная теория организационной культуры выделяет основные (первичные) и вспомогательные (вторичные) факторы ее

формирования. Такое разделение факторов рекомендуется осуществлять и при формировании финансовой организационной субкультуры.

К числу основных факторов формирования финансовой организационной субкультуры могут быть отнесены:

- Уровень общей корпоративной культуры.
- Основные цели финансовой стратегии предприятия по первым трем доминантным направлениям его развития.
- Финансовая философия предприятия.
- Организационная структура управления финансовой деятельностью.
- Численность финансовых менеджеров.
- Уровень образования финансовых менеджеров.

К числу вспомогательных факторов формирования финансовой организационной субкультуры могут быть отнесены:

- Размер предприятия.
- Организационно-правовая деятельность предприятия.
- Стадия жизненного цикла предприятия.
- Средний стаж работы финансовых менеджеров в данном предприятии.
- Поло-возрастной состав финансовых менеджеров.

3. Обоснование системы задач формирования финансовой организационной субкультуры. Характер этих задач должен быть подчинен единым целям успешной реализации финансовой стратегии предприятия и возрастания его рыночной стоимости. Конкретизация этих задач осуществляется с учетом результатов диагностики сложившейся финансовой организационной субкультуры, формируемой общей организационной культуры и специфики стратегического развития финансовой деятельности предприятия.

4. Выбор базового типа финансовой организационной субкультуры. Этот выбор обычно корреспондирует с выбором базового типа организационной культуры. В этом случае обеспечивается один из основных принципов формирования финансовой организационной субкультуры — ее интегрированность с основной организационной культурой.

Современная теория организационной культуры выделяет четыре главных (базовых) ее типа — клановая (или опекунская), иерархическая (или бюрократическая), рыночная (или предпринимательская) и адхократическая.

Клановая (или опекунская) культура характеризует внутренние отношения семейного типа, отличающиеся высоким уровнем коллективизма и консенсуса.

Иерархическая (или бюрократическая) культура характеризует внутренние отношения, построенные на строгой соподчиненности функциональных служб и менеджеров и четком соблюдении формальных процедур принятия решений.

Рыночная (или предпринимательская) культура характеризует отношения, приоритеты которых направлены на решение задач предприятия во внешней среде с целью достижения конкурентного преимущества.

Адхократическая культура (от латынского *ad hoc* — по случаю) характеризует отношения временных, динамичных организационных единиц предприятия, сформированных для выполнения отдельных стратегических задач и подлежащих реконфигурации при постановке новых задач. Такая организационная культура обеспечивает ускорение адаптивности предприятия к изменившимся условиям внешней среды и гибкость стратегического управления.

В процессе выбора базового типа основной организационной культуры (а соответственно и финансовой организационной субкультуры) ориентируются на сформулированную систему задач и исследованных факторов.

5. Формирование желательных параметров финансовой организационной субкультуры. Такие параметры рекомендуется формировать в разрезе тех же блоков, по которым осуществлялась оценка сложившейся финансовой организационной субкультуры (табл. 18.1), но с учетом избранного базового ее типа и системы перспективных задач ее развития.

6. Выбор механизмов, обеспечивающих достижение желательных параметров финансовой организационной субкультуры. Такой выбор осуществляется в разрезе направлений развития финансовой организационной субкультуры, обеспечивающей целевую внутреннюю интеграцию и эффективную адаптацию финансовых менеджеров к изменению факторов внешней среды.

Целевую внутреннюю интеграцию финансовых менеджеров обеспечивают такие механизмы, как установление границ групп финансовых менеджеров в рамках отдельных структурных подразделений, а также принципов их формирования; выработка единой системы оценки деятельности и поведения финансовых менеджеров; формирование механизма наделения властными полномочиями и их лишения; создание общей терминологии, связанной с финансовой деятельностью; установление норм, регулирующих неформальные отношения в системе финансового менеджмента предприятия.

Эффективную адаптацию финансовых менеджеров к изменению факторов внешней среды обеспечивают такие механизмы, как формирование финансовой философии предприятия и его финансовой политики по отдельным аспектам стратегической финансовой деятельности; построение эффективной внешней коммуникационной системы финансового менеджмента; внедрение гибкой системы стимулирования инновационных усилий финансовых менеджеров; осознание и использование фактора времени в решении стратегических задач финансового развития предприятия.

Формирование и развитие финансовой организационной субкультуры, поддерживаемой всеми финансовыми службами и финансовыми менеджерами, обеспечивает желаемое стратегическое финансовое позиционирование предприятия и способствует росту его рыночной стоимости.

## Оценка разработанной финансовой стратегии

Оценка разработанной финансовой стратегии представляет собой аналитический процесс, позволяющий ответить на вопрос о том, приведет ли разработанная финансовая стратегия (представленная в форме комплексной программы стратегического финансового развития предприятия) к достижению предприятием своих финансовых целей в условиях возможных изменений факторов внешней финансовой среды. Процесс такой оценки осуществляется как финансовыми менеджерами предприятия, так и привлеченными экспертами.

Оценка финансовой стратегии, разработанной предприятием, осуществляется по следующим основным параметрам (рис. 19.1).

ПАРАМЕТРЫ ОЦЕНКИ ФИНАНСОВОЙ СТРАТЕГИИ
1. Согласованность финансовой стратегии предприятия с его базовой корпоративной стратегией
2. Согласованность финансовой стратегии предприятия с предполагаемыми изменениями внешней финансовой среды
3. Согласованность финансовой стратегии предприятия с его внутренним финансовым потенциалом
4. Внеэкономическая эффективность реализации финансовой стратегии
5. Внутренняя сбалансированность параметров финансовой стратегии
6. Экономическая эффективность реализации финансовой стратегии
7. Реализуемость финансовой стратегии
8. Приемлемость уровня рисков, связанных с реализацией финансовой стратегии

Рисунок 19.1. Основные параметры оценки разработанной финансовой стратегии предприятия.

1. Согласованность финансовой стратегии предприятия с его базовой корпоративной стратегией. В процессе такой оценки выявляется степень согласованности целей и этапов реализации этих стратегий; определяется, в какой степени базовая корпоративная стратегия предприятия может быть поддержана его финансовой стратегией; синхронны ли стратегические решения этих стратегий в разрезе стратегических объектов предприятия — стратегических зон хозяйствования и стратегических хозяйственных единиц.
2. Согласованность финансовой стратегии предприятия с предполагаемыми изменениями внешней финансовой среды.

В процессе этой оценки определяется, насколько разработанная финансовая стратегия соответствует прогнозируемому развитию экономики страны и изменениям конъюнктуры финансового рынка в разрезе отдельных его сегментов; в какой степени возможности и угрозы, генерируемые внешней финансовой средой, отражены моделью стратегической финансовой позиции предприятия; правильно ли отражена этой моделью возможная вариация колеблемости факторов внешней среды (степень ее нестабильности).

3. Согласованность финансовой стратегии предприятия с его внутренним потенциалом. Такая оценка позволяет определить, насколько объемы, направления и формы финансовой стратегии взаимосвязаны с возможностями формирования внутренних финансовых ресурсов, квалификацией финансовых менеджеров, организационной структурой управления финансовой деятельностью, организационной культурой финансовых менеджеров и другими параметрами внутреннего финансового потенциала предприятия.

4. Внутренняя сбалансированность параметров финансовой стратегии. При проведении такой оценки определяется насколько согласуются между собой отдельные цели и целевые стратегические нормативы предстоящей финансовой деятельности; насколько эти цели и нормативы корреспондируют с содержанием финансовой политики по отдельным аспектам финансовой деятельности; насколько согласованы между собой по направлениям и во времени мероприятия по обеспечению реализации финансовой стратегии.

5. Реализуемость финансовой стратегии. В процессе такой оценки в первую очередь рассматриваются потенциальные возможности предприятия в формировании необходимого объема финансовых ресурсов из всех источников и во всех формах; насколько технологичны избранные для реализации инвестиционные проекты;

имеется ли на финансовом рынке достаточный перечень финансовых инструментов, обеспечивающих формирование эффективного инвестиционного портфеля; каковы организационные и технические возможности успешной реализации избранной финансовой стратегии.

6. Приемлемость уровня рисков, связанных с реализацией финансовой стратегии. В процессе такой оценки необходимо определить, насколько уровень прогнозируемых финансовых рисков, связанных с деятельностью предприятия, обеспечивает достаточное финансовое равновесие в процессе его развития и соответствует финансовому менталитету его собственников и ответственных финансовых менеджеров. Кроме того, необходимо оценить, насколько уровень этих рисков допустим для финансовой деятельности данного предприятия с позиций возможного размера финансовых потерь и генерирования угрозы банкротства;

7. Экономическая эффективность реализации финансовой стратегии. Оценка экономической эффективности финансовой стратегии осуществляется, прежде всего, на основе прогнозных расчетов ранее рассмотренной системы основных финансовых коэффициентов и заданных целевых стратегических нормативов, сопоставленных с базовым их уровнем.

В зарубежной практике финансового менеджмента при оценке экономической эффективности реализации финансовой стратегии достаточно широко используется метод бенчмаркинга [benchmarking], в основе которого лежит сравнительная оценка целевых стратегических финансовых нормативов с аналогичными показателями предприятия, являющегося лидером в данной отрасли по результатам финансовой деятельности. При наличии такой информации этот метод сравнительной оценки может быть использован и в отечественной практике.

8. Внеэкономическая эффективность реализации финансовой стратегии. В процессе такой оценки учитываются рост деловой репутации предприятия, повышение уровня управляемости финансовой деятельностью структурных его подразделений; повышение уровня материальной и социальной удовлетворенности финансовых менеджеров (за счет эффективной системы их материального стимулирования за результаты финансовой деятельности; более высокого уровня технического оснащения их рабочих мест и т.п.).

При положительных результатах оценки разработанной финансовой стратегии, (представленной в форме комплексной программы финансового развития предприятия), соответствующих избранным критериям и финансовой философии, она принимается предприятием к реализации.

## Задачи и последовательность управления реализацией финансовой стратегии

В системе стратегического финансового управления предприятием наиболее важным и сложным этапом является управление реализацией разработанной финансовой стратегией. По единодушному утверждению ведущих западных менеджеров — специалистов в области стратегического управления — разработать стратегическую программу предприятия намного легче, чем осуществить ее практическую реализацию. Поэтому реализации финансовой стратегии предприятия как завершающему этапу стратегического процесса должно быть уделено наибольшее внимание.

Основной задачей процесса реализации финансовой стратегии является создание на предприятии необходимых предпосылок для осуществления предусматриваемой финансовой поддержки его базовой корпоративной стратегии и успешного достижения конечных стратегических целей его финансового развития.

Процесс реализации финансовой стратегии характеризуется следующими основными особенностями:

1. Управление реализацией финансовой стратегии направлено не на обязательное осуществление всех стратегических решений, предусмотренных программой стратегического финансового развития предприятия, а на достижение главной и основных стратегических целей его финансовой деятельности. Это связано с тем, что в процессе изменения условий внешней финансовой среды отдельные стратегические финансовые решения могут терять свою актуальность и заменяться новыми, более эффективными финансовыми решениями. В то же время главная и основные стратегические цели финансового развития предприятия, отражающие суть предусматриваемых стратегических изменений, носят, как правило, стабильный характер (их изменение может быть обусловлено только изменением целей базовой корпоративной стратегии или достаточно ощутимыми последствиями неожиданных изменений условий внешней финансовой среды).

2. Успешное осуществление реализации финансовой стратегии предприятия позволяет получить дополнительный эффект по сравнению с предусмотренным, так как на этом этапе стратегического процесса имеется возможность устранить все ошибки и несогласованности, допущенные на этапе ее разработки.

И наоборот, при плохой реализации даже очень хорошей финансовой стратегии предприятие может не только не достичь ожидаемого эффекта, но даже снизить свой внутренний финансовый потенциал и создать проблемы с выполнением мероприятий базовой корпоративной стратегии.

3. На этом этапе стратегического процесса происходит существенное смещение акцентов стратегического финансового управления предприятием. Если на предшествующих этапах этот процесс носил аналитический характер, обеспечивая широту видения и прогноза ситуации финансового развития предприятия, то на этапе реализации стратегии основные управленческие усилия приобретают характер непосредственных действий, связанных с реакцией на изменения условий внешней финансовой среды, инновационным построением отдельных финансовых процессов и операций, умелым руководством персоналом и преодолением его сопротивления, стратегическим изменениям финансовой деятельности.

4. В процессе реализации финансовой стратегии важной предпосылкой успеха становится построение эффективных коммуникативных связей менеджеров финансовых служб с сотрудниками других функциональных подразделений и руководителями стратегических хозяйственных единиц, а также с внешними партнерами предприятия по финансовым отношениям. От эффективности этих связей в значительной степени зависит успешная реализация стратегических целей привлечения финансовых ресурсов из внешних источников и оптимальное их распределение в разрезе стратегических зон хозяйствования и стратегических хозяйственных единиц предприятия.

5. Реализация финансовой стратегии является наименее структурированным процессом управленческой деятельности с позиций готового набора конкретных управленческих решений и действий в той или иной реальной стратегической ситуации. Одни и те же управленческие решения в одинаковой ситуации, осуществляемые разными предприятиями и даже одним и тем же предприятием на разных стадиях процесса реализации финансовой стратегии могут привести к противоположным результатам.

Это связано с тем, что реализация финансовой стратегии на каждой стадии этого процесса протекает в разных организационных условиях осуществления финансовой деятельности, при различной степени интенсивности проявления факторов внешней финансовой среды и т.п. Все это определяет необходимость индивидуализации подходов к управленческим решениям, обеспечивающим реализацию финансовой стратегии предприятия.

Процесс управления реализацией финансовой стратегии предприятия строится по следующим основным этапам (рис. 19.2):



1. Обеспечение стратегических изменений финансовой деятельности предприятия
2. Диагностика характера изменения условий внешней финансовой среды на каждом этапе реализации финансовой стратегии предприятия
3. Выбор методов управления реализацией финансовой стратегии предприятия, адекватных характеру текущих изменений условий внешней финансовой среды
4. Построение эффективной системы контроля реализации финансовой стратегии предприятия
5. Осуществление (при необходимости) корректировки программы стратегического финансового развития предприятия

Рисунок 19.2. Последовательность процесса управления реализацией финансовой стратегии предприятия.

Содержание отдельных этапов процесса управления реализацией финансовой стратегии предприятия рассматривается в последующих разделах.

## Обеспечение стратегических изменений финансовой деятельности предприятия

Процесс управления реализацией финансовой стратегии предприятия начинается с уяснения масштабов предстоящих стратегических изменений его финансовой деятельности.

Стратегические изменения представляют собой комплекс мероприятий, направленных на преобразование всех основных систем управления финансовой деятельностью до уровня, обеспечивающего полную возможность реализации предусмотренной главной финансовой стратегии предприятия.

По своей сути стратегические изменения характеризуют процесс реализации мероприятий четвертой доминантной сферы (направления) стратегического финансового развития предприятия — "Повышение качества управления финансовой деятельностью предприятия". Эти изменения призваны сориентировать внутриорганизационную составляющую финансового менеджмента предприятия на достижение уровня, соответствующего новым требованиям и обеспечивающего возможность эффективной реализации избранной финансовой стратегии.

Масштабы стратегических изменений финансовой деятельности предприятия зависят от достигнутого уровня организации этой деятельности и финансовых отношений с партнерами, характера источников и глубины информационной базы принятия управленческих финансовых решений, степени инновационности основных финансовых операций и используемых финансовых инструментов, уровня организационной культуры финансовых менеджеров и других внутриорганизационных параметров. В зависимости от уровня этих параметров и целей финансового развития предприятия масштабы стратегических изменений финансовой деятельности характеризуются следующим образом:

1. Неизменные внутриорганизационные параметры финансовой деятельности. Стратегические изменения финансовой деятельности предприятия не являются

самоцелью. Если уровень качества организации финансового управления, достигнутый на предыдущих этапах финансового развития предприятия, признан достаточным для успешной реализации намеченной финансовой стратегии (т.е. если стратегические цели и мероприятия по четвертой доминантной сфере стратегического финансового развития в стратегии предприятия не были предусмотрены), стратегические изменения финансовой деятельности не осуществляются.

2. Несущественные стратегические изменения финансовой деятельности. Эти изменения носят обычный характер совершенствования отдельных внутриорганизационных параметров финансовой деятельности предприятия, не затрагивая основополагающих принципов построения важнейших обеспечивающих систем его финансового менеджмента.

3. Умеренные стратегические изменения финансовой деятельности. Эти изменения могут характеризоваться появлением новых структурных подразделений в организационной структуре управления финансовой деятельностью; мероприятиями по повышению уровня квалификации и организационной культуры работающих финансовых менеджеров; расширением сферы бухгалтерского учета и финансовой отчетности; усилением системы материального стимулирования финансовых менеджеров; использованием ряда новых методов анализа, планирования и контроля финансовой деятельности.

4. Кардинальные стратегические изменения финансовой деятельности. Такие изменения характеризуются полной перестройкой организационной структуры управления финансовой деятельностью; привлечением значительного числа новых высококвалифицированных финансовых менеджеров и внедрением новой системы материального их стимулирования; внедрением управленческого учета всех основных стратегических показателей финансовой деятельности; внедрением новых финансовых технологий и инструментов осуществления основных финансовых операций; существенным изменением параметров организационной культуры в связи с пересмотром финансовой философии предприятия.

В процессе осуществления стратегических изменений преобразованию подлежат все основные обеспечивающие системы финансового менеджмента. Важнейшие из этих систем, обеспечивающие необходимые условия успешной реализации финансовой стратегии предприятия, представлены на рис. 20.1.

ОСНОВНЫЕ СИСТЕМЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА ТРЕБУЮЩИЕ СТРАТЕГИЧЕСКИ ИЗМЕНЕНИИ
Информационная система
Система кадрового обеспечения
Система стимулирования персонала
Инновационная система
Организационная культура
Организационная структура управления

Рисунок 20.1. Состав основных систем финансового менеджмента, требующих осуществления стратегических изменений.

Стратегические изменения финансовой деятельности осуществляются на предприятии в едином комплексе мероприятий по стратегическим преобразованиям всех его внутриорганизационных параметров, обеспечивающих успешную реализацию полного его стратегического набора.

В результате стратегических изменений финансовой деятельности должны быть полностью реализованы все цели четвертой доминантной сферы (направления) стратегического финансового развития предприятия.

# Методы реализации финансовой стратегии в условиях текущих изменений внешней финансовой среды

Характер используемых методов и результаты управления реализацией финансовой стратегии в значительной мере определяются степенью нестабильности факторов внешней финансовой среды. Непредвиденные изменения этих факторов на отдельных этапах реализации финансовой стратегии несут в себе как дополнительные возможности, так и дополнительные угрозы финансовому развитию предприятия. Диагностика условий внешней среды, в которых осуществляется реализация финансовой стратегии предприятия на каждом из ее этапов, позволяет предприятию своевременно разработать комплекс необходимых наступательных или оборонительных стратегических управленческих решений, обеспечивающих реализацию целей его финансового развития. Своевременная диагностика таких условий внешней среды на каждом этапе реализации стратегии предприятия и адекватное реагирование на них в процессе достижения стратегических целей его развития и составляет основу современной парадигмы стратегического менеджмента. Теория стратегического менеджмента выделяет четыре основных варианта условий внешней среды, в которых осуществляется реализация стратегии предприятия.

1. Относительная стабильность условий внешней среды.

Такие условия характеризуются ситуацией, когда основные факторы внешней финансовой среды предприятия носят устойчивый характер, определяемый единой линией тренда на всем протяжении стратегического периода.

2. Предсказанные изменения условий внешней среды. Такие условия характеризуются определенными колебаниями линии тренда предстоящей динамики отдельных факторов внешней среды, зафиксированные в процессе стратегического анализа. При этом фактический размах колебаний линии тренда существенно не отклоняется от прогнозных его значений на соответствующем этапе стратегического периода.

3. Непредсказуемые изменения условий внешней среды, диагностируемые на ранней стадии их возникновения. Такая ситуация характеризуется возникновением новых тенденций факторов внешней среды, оказывающих ощутимое влияние на финансовое развитие предприятия, которые диагностируются на ранней стадии их проявления (по так называемым "слабым сигналам").

4. Непредсказуемые неожиданные изменения условий внешней среды. Такая ситуация характеризуется возникновением непредвиденных изменений тенденций факторов внешней среды, которые на ранней стадии их возникновения диагностировать не удалось (возникновение таких изменений для предприятия является неожиданным).

Основным диагностическим инструментом определения характера изменения условий внешней финансовой среды выступает мониторинг финансового рынка, который в наибольшей степени интегрирует влияние отдельных факторов, оказывающих существенное влияние на финансовое развитие предприятия — динамику ставки ссудного процента, валютных курсов, нормы инвестиционной прибыли, уровня страховых тарифов и др.

С учетом результатов диагностики осуществляется выбор конкретных методов управления реализацией финансовой стратегии предприятия, адекватных характеру текущих изменений условий внешней финансовой среды. В соответствии с принципами стратегического менеджмента выбор методов управления реализацией финансовой стратегии предприятия должен исходить из конкретных условий внешней финансовой среды. Эти условия могут носить относительно стабильный характер или непредсказуемо изменяться с очень высокой скоростью, что предопределяет

соответствующую динамику использования конкретных методов управления реализацией стратегии на различных этапах стратегического периода. В комплекс таких методов входят как традиционные, так и специальные методы управления реализацией финансовой стратегии. Система основных из этих методов представлена в табл. 20.1.

Первые два метода — методы долгосрочного финансового планирования и методы стратегического финансового планирования характеризуются как "система методов управления стратегическими возможностями предприятия

Таблица 20.1

Система основных методов управления реализацией финансовой стратегии предприятия, корреспондирующих с условиями его внешней финансовой среды

Характер изменений условий внешней финансовой среды предприятия	Характер проблем, требующих решения в процессе реализации финансовой стратегии предприятия	Основные методы управления, используемые в процессе реализации финансовой стратегии предприятия
I. Относительная стабильность условий внешней финансовой среды	Возникновения новых проблем в процессе стратегического финансового развития предприятия не ожидается	Методы долгосрочного финансового планирования
II. Предсказанные изменения условий внешней финансовой среды	Появление новых проблем носит ожидаемый характер, а их решение заранее моделируется предприятием	Методы стратегического финансового планирования
III. Непредсказуемые изменения условий внешней финансовой среды, диагностируемые на ранней стадии их возникновения	Возникновение новых неожиданных проблем выявлено на ранних стадиях их возникновения, что позволяет заранее подготовить необходимые управленческие решения	Метод управления стратегическими позициями. Метод управления по слабым сигналам
IV. Непредсказуемые неожиданные изменения условий внешней финансовой среды	Проблема возникает неожиданно и требует быстрого решения	Метод управления задачами

которые заранее predeterminedены предприятием и содержат результаты управленческих решений, отраженные в программе его стратегического финансового развития. Эти формы перспективного финансового планирования состоят в разработке прогноза основных показателей финансовой деятельности и финансового состояния предприятия на долгосрочный период.

Исходными предпосылками для разработки перспективного финансового плана по важнейшим направлениям финансовой деятельности предприятия являются:

1. Цели финансовой стратегии предприятия (выраженные конкретными количественными целевыми показателями).
  2. Финансовая политика предприятия по отдельным аспектам финансовой деятельности (отражается в системе разработанной финансовой стратегии).
  3. Прогнозируемая конъюнктура финансового рынка в разрезе основных его видов — кредитного, фондового, валютного и др.
  4. Прогнозируемые изменения других факторов внешней среды и внутреннего развития предприятия.
  5. Результаты горизонтального (трендового) анализа важнейших показателей финансовой деятельности предприятия за ряд предшествующих лет.
- Поскольку ряд исходных предпосылок перспективного финансового плана по важнейшим направлениям финансовой деятельности предприятия носят вероятностный характер и разброс их параметров в условиях современной экономической нестабильности страны довольно высок, этот план желательно разрабатывать в нескольких вариантах — "оптимистическом", "реалистическом", "пессимистическом".

Перспективный финансовый план по важнейшим направлениям финансовой деятельности предприятия составляется, как правило, на предстоящие три года с разбивкой по отдельным годам прогнозируемого периода. Форма такого плана носит произвольный характер, но в нем должны получить отражение наиболее важные параметры финансового развития предприятия, определяемые целями его финансовой стратегии. К числу основных из таких параметров относятся:

- прогнозируемая сумма активов предприятия (в целом, в т.ч. оборотных);
- прогнозируемая структура капитала (соотношение собственного и заемного его видов);
- прогнозируемый объем реального инвестирования предприятия;
- прогнозируемые сумма чистой прибыли предприятия и показатель рентабельности собственного капитала;
- прогнозируемая сумма амортизационного потока (в соответствии с избранной амортизационной политикой предприятия);
- прогнозируемое соотношение распределения чистой прибыли предприятия на потребление и накопление (в соответствии с избранной дивидендной политикой предприятия);
- прогнозируемая сумма чистого денежного потока предприятия.

В процессе прогнозирования основных показателей перспективного финансового плана предприятия используются следующие основные методы расчетов:

1. Метод корреляционного моделирования. Сущность этого метода заключается в установлении корреляционной зависимости между двумя рассматриваемыми показателями в динамике и последующем прогнозировании одного из них в зависимости от изменения другого (базового). В финансовом менеджменте широкое распространение получило прогнозирование суммы активов предприятия (в целом и отдельных их видов), а также некоторых других показателей в зависимости от изменения объема реализации продукции.
2. Метод оптимизационного моделирования. Его сущность заключается в оптимизации конкретного прогнозируемого показателя в зависимости от ряда условий его формирования. Этот метод используется в стратегическом финансовом менеджменте при прогнозировании структуры капитала, чистой прибыли и некоторых других показателей.
3. Метод многофакторного экономико-математического моделирования. Сущность этого метода состоит в том, что прогнозируемый показатель определяется на основе конкретных математических моделей, отражающих функциональную взаимосвязь его количественного значения от системы определенных факторов, также выраженных количественно.
4. Расчетно-аналитический метод. Его сущность состоит в прямом расчете количественных значений прогнозируемых показателей на основе использования

соответствующих норм и нормативов. В стратегическом финансовом менеджменте этот метод используется при прогнозировании суммы амортизационного потока (на основе использования разных методов амортизации), а соответственно и чистого денежного потока (при ранее спрогнозированной сумме чистой прибыли предприятия).

5. Экономико-статистический метод. Сущность этого метода состоит в исследовании закономерностей динамики конкретного показателя (определении линии его тренда) и распространении темпов этой динамики на прогнозируемый период. Несмотря на относительную простоту этого метода, его использование дает наименьшую точность прогноза, так как не позволяет учесть новые тенденции и факторы, влияющие на динамику рассматриваемого показателя. Этот метод может применяться в прогнозных расчетах лишь при неизменности условий формирования того или иного финансового показателя, что в наших экономических условиях весьма проблематично.

В процессе прогнозирования основных показателей перспективного финансового плана предприятия могут быть использованы и другие методы (метод экспертных прогнозных оценок, балансовый и т.п.).

Последние три метода, приведенные в табл. 20.1 — методы управления стратегическими позициями, метод управления по слабым сигналам и метод управления задачами, — характеризуются как "система методов управления реализацией стратегии в условиях реального времени". Они представляют наибольший интерес для финансовых менеджеров, так как служат действенным инструментом отклика управленческих решений на неожиданные изменения факторов внешней финансовой среды. Рассмотрим содержание системы методов этой второй группы.

"Метод управления стратегическими позициями" используется при относительно небольшом уровне непредсказуемых изменений условий внешней финансовой среды, диагностируемых на ранней стадии их возникновения. Сущность этого метода заключается в том, что при возникновении нестабильности формируется реализация финансовой стратегии по тем из первых трех доминантных сфер, для которых по результатам ранней диагностики создаются наилучшие возможности развития. По другим доминантным сферам финансовой стратегии, по которым возможности развития снижаются или возникают ранее не предсказанные угрозы, предприятие обеспечивает сохранение стратегических финансовых позиций на достигнутом к этому моменту уровне. При ином варианте небольших непредсказуемых изменений внешней финансовой среды, приоритетную реализацию получает другая (или другие) доминантная сфера стратегического финансового развития предприятия. Пока уровень внешней нестабильности будет оставаться относительно невысоким и заблаговременной предсказываться по результатам ранней диагностики, управление стратегическими позициями будет усиливать возможности реализации главной финансовой стратегии предприятия в целом. Следует отметить, что метод управления стратегическими позициями может быть использован и на отдельных этапах предсказанных изменений внешней финансовой среды как дополняющий методы стратегического финансового планирования.

"Метод управления по слабым сигналам" основан на том, что управленческие реакции на возникающие серьезные изменения внешней финансовой среды, диагностированные на раннем этапе их возникновения, интенсифицируются по мере нарастания этих информационных сигналов. Так, если на ранней стадии диагностики изменений внешней финансовой среды вырисовывается проблема, несущая угрозу реализации целей финансовой стратегии, но информация об этом еще не идентифицирована в полном объеме, ответные стратегические финансовые решения будут носить общий превентивный характер, а затем по мере нарастания информации они будут доведены до разработки и осуществления конкретных практических мер по снижению внешней финансовой уязвимости и удержанию достигнутой стратегической финансовой позиции предприятия. Аналогичным образом



метод управления по слабым сигналам используется и при раннем диагностировании дополнительных возможностей реализации стратегических Целей финансовой деятельности. Этот метод позволяет достаточно гибко управлять реализацией финансовой стратегии, своевременно принимая необходимые управленческие решения, но для его использования на предприятии должен функционировать эффективный мониторинг внешней финансовой среды, достаточно чувствительный для улавливания предупреждающей информации ("слабых сигналов").

"Метод управления задачами (или "метод управления на основе ранжирования стратегических задач ") используется при возникновении непредсказуемых неожиданных изменений внешней финансовой среды. Скорость их возникновения обычно настолько велика, что предприятие вынуждено использовать чрезвычайные меры по обеспечению реализации своей финансовой стратегии. К таким мерам относятся: создание антикризисных управленческих групп с делегированием им расширенных полномочий по осуществлению финансового управления; установление расширенного наблюдения за происходящими изменениями условий внешней финансовой среды; привлечение необходимых консультантов и т.п.

Содержание метода управления задачами состоит в использовании следующих основных управленческих алгоритмов действий:

- по результатам наблюдения за происходящими неожиданными изменениями условий внешней финансовой среды определяется общий комплекс стратегических задач, требующих реализации как управленческий отклик на возникающие проблемы;
- все сформулированные задачи, связанные с реализацией финансовой стратегии предприятия, делятся на ряд групп по степени их важности и срочности;
- наиболее важные и срочные задачи передаются для более глубокого изучения и принятия оперативных управленческих решений специально созданным чрезвычайным управленческим группам (или специализированным финансовым подразделениям, при наличии в них высококвалифицированных менеджеров);
- контроль за принятием оперативных управленческих решений, обеспечивающих реализацию стратегических целей финансового развития, возлагается на финансовых менеджеров высшего звена управления предприятием;
- состав стратегических задач, требующих немедленного реагирования, уточняется по мере поступления дополнительной информации о характере неожиданных изменений внешней финансовой среды и анализа возможных их последствий для финансовой деятельности предприятия.

Использование рассмотренных методов позволяет существенно повысить адаптивность и эффективность управления реализацией финансовой стратегии предприятия.

## Контроль реализации финансовой стратегии

В системе основных функций стратегического финансового менеджмента важная роль принадлежит осуществлению контроля реализации разработанной финансовой стратегии.

Стратегический финансовый контроль представляет собой организуемый предприятием процесс проверки исполнения и обеспечения реализации всех стратегических решений в области финансовой деятельности с целью реализации его эффективной финансовой стратегии.

Стратегический финансовый контроль в наиболее полной его форме осуществляется на основе внедрения на предприятии эффективной комплексной управляющей системы, получившей название "контроллинг". Концепция контроллинга была разработана в 80-е годы как средство активного предотвращения кризисных ситуаций, приводящих предприятие к банкротству. Принципом этой концепции,

получившей название "управление по отклонениям", является оперативное сравнение основных плановых (нормативных) и фактических показателей с целью выявления отклонений между ними и определение взаимосвязи и взаимозависимости этих отклонений на предприятии с целью воздействия на узловые факторы нормализации деятельности. Система контроллинга начинает внедряться и в нашу практику.

В общей системе контроллинга, организуемого на предприятии, выделяется один из центральных его блоков — финансовый контроллинг.

Финансовый контроллинг представляет собой регулятор-ную управляющую систему, координирующую взаимосвязи между формированием информационной базы, финансовым анализом, финансовым планированием и внутренним финансовым контролем, обеспечивающую концентрацию контрольных действий на наиболее приоритетных направлениях финансовой деятельности предприятия, своевременное выявление отклонений фактических ее результатов от предусмотренных и принятие оперативных управленческих решений, направленных на ее нормализацию.

Как видно из определения, финансовый контроллинг не ограничивается рамками только внутреннего финансового контроля, а служит действенным механизмом формирования, реализации и корректировки всех основных стратегических решений в сфере финансового менеджмента.

Основными функциями финансового контроллинга являются:

- наблюдение за ходом реализации финансовых заданий, установленных системой стратегических финансовых нормативов;
- измерение степени отклонения фактических результатов финансовой деятельности от предусмотренных ее стратегией;
- диагностирование по размерам отклонений серьезных ухудшений в финансовом состоянии предприятия и существенного снижения темпов его финансового развития;
- разработка оперативных управленческих решений по нормализации финансовой деятельности предприятия в соответствии с предусмотренными целями и целевыми нормативами;
- корректировка при необходимости отдельных стратегических целей и показателей финансового развития в связи с изменением внешней финансовой среды, конъюнктуры финансового рынка и внутренних условий осуществления хозяйственной деятельности предприятия.

Построение системы финансового контроллинга на предприятии базируется на определенных принципах, основными из которых являются (рис. 20.2):

1. Направленность системы финансового контроллинга на реализацию разработанной финансовой стратегии предприятия. Для того, чтобы быть эффективным финансовый контроллинг должен носить стратегический характер, т.е. отражать основные приоритеты финансового развития предприятия. Это определяет целенаправленное ограниче-

ПРИНЦИПЫ ПОСТРОЕНИЯ СИСТЕМЫ ФИНАНСОВОГО КОНТРОЛЛИНГА
1. Направленность системы финансового контроллинга на реализацию финансовой разработанной стратегии предприятия
2. Многофункциональность финансового контроллинга
3. Ориентированность финансового контроллинга на количественные стандарты
4. Соответствие методов финансового контроллинга методам финансового анализа и финансового планирования
5. Своевременность операций контроллинга
6. Гибкость построения контроллинга
7. Простота построения контроллинга
8. Экономичность контроллинга

Рисунок 20.2. Состав основных принципов построения системы финансового контроллинга на предприятии.

ние контроллингом рассматриваемых финансовых операций. Обширный контроль над всеми текущими финансовыми операциями не имеет смысла, так как будет лишь отвлекать финансовых менеджеров от более важных целей управления финансовой деятельностью.

2. Многофункциональность финансового контроллинга. Он должен обеспечивать контроль реализации приоритетных показателей финансового развития не только по предприятию в целом, но и в разрезе отдельных его центров ответственности, предусматривать возможность сравнения контролируемых показателей со среднеотраслевыми, обеспечивать взаимосвязь рассматриваемых финансовых показателей с другими важнейшими показателями хозяйственной деятельности предприятия.

3. Ориентированность финансового контроллинга на количественные стандарты. Эффективность управляющих действий контроллинга значительно возрастает, если контролируемые стандарты деятельности выражены конкретными количественными показателями. Это не означает, что контроллинг не должен охватывать качественные аспекты — речь идет лишь о том, что эти качественные аспекты должны быть выражены в системе количественных стандартов, что исключит различное их толкование.

4. Соответствие методов финансового контроллинга специфике методов финансового анализа и финансового планирования. В процессе организации внутреннего финансового контроля необходимо ориентироваться на весь арсенал ранее рассмотренных систем и методов финансового планирования (при подготовке стандартов контроля) и анализа (при подготовке показателей, отражающих фактически достигнутые результаты, и выявлении причин их отклонений от стандартов).

5. Своевременность операций контроллинга. Эта своевременность заключается не в высокой скорости или частоте осуществления контрольных и функций, а в адекватности периодов контрольных и корректирующих действий периоду осуществления отдельных операций, связанных с формированием результатов финансовой деятельности. Главное условие своевременности финансового контроллинга заключается в следующем: он должен носить характер "раннего предупреждения кризисного развития", т.е. позволять устранять текущие отклонения прежде, чем они примут серьезный характер.

6. Гибкость построения контроллинга. Финансовый контроллинг должен быть построен с учетом возможности приспособления к новым финансовым инструментам;

к новым нормам и видам осуществления операционной, инвестиционной и финансовой деятельности; к новым технологиям и методам осуществления финансовых операций. Без достаточной степени гибкости система контроллинга не будет эффективной даже в тех областях управления финансовой деятельностью, для которых она изначально строилась.

7. Простота построения контроллинга. Простейшие формы и методы финансового контроллинга, построенного в соответствии с его целями, требуют меньших усилий менеджеров и, как правило, более экономичны. Чрезмерная сложность построения финансового контроллинга может быть не понята или не поддержана его операторами а также потребовать существенного увеличения потока информации для его осуществления.

8. Экономичность контроллинга. Затраты по осуществлению финансового контроллинга должны быть минимизированы с позиций их адекватности эффекту этой системы. Это означает, что объем расходов по организации контроллинга не должен превышать размера того эффекта (снижения затрат, прироста доходов, увеличения прибыли и т.п.), который достигается в процессе его осуществления. С учетом перечисленных принципов финансовый контроллинг на предприятии строится по следующим основным этапам (рис. 20.3):

1. Определение объекта контроллинга
2. Формирование системы приоритетов контролируемых стратегических показателей
3. Разработка системы количественных стандартов контроля
Построение системы мониторинга показателей включаемых в финансовый контроллинг
4. Формирование системы алгоритмов действий по устранению отклонений

Рисунок 20.3. Содержание и последовательность этапов построения системы финансового контроллинга на предприятии.

1. Определение объекта контроллинга. Это общее требование к построению любых видов контроллинга на предприятии с позиций целевой его ориентации. Объектом финансового контроллинга являются управленческие решения по основным аспектам финансовой деятельности предприятий.

2. Формирование системы приоритетов контролируемых стратегических показателей. Вся система показателей, входящих в сферу финансового контроллинга, ранжируется по значимости. В процессе такого ранжирования вначале в систему приоритетов первого уровня отбираются наиболее важные из контролируемых показателей; затем формируется система приоритетов второго уровня, показатели которого находятся в факторной связи с показателями приоритетов первого уровня; аналогичным образом формируется система приоритетов третьего и последующих уровней. Такой подход к формированию системы контролируемых показателей облегчает подход к их разложению при последующем объяснении причин отклонения фактических величин от предусмотренных соответствующими заданиями.

При формировании системы приоритетов следует учесть, что они могут носить разный характер для отдельных типов центров ответственности; для отдельных направлений финансовой деятельности предприятия; для различных аспектов формирования, распределения и использования финансовых ресурсов. Однако при этом должна быть обеспечена как иерархическая сводимость всех контролируемых показателей по предприятию в целом, так и их сводимость по отдельным направлениям финансовой деятельности.

3. Разработка системы количественных стандартов контроля. После того, как

определен и ранжирован перечень контролируемых финансовых показателей, возникает необходимость установления количественных стандартов по каждому из них. Такие стандарты могут устанавливаться как в абсолютных, так и в относительных показателях. Кроме того, такие количественные стандарты могут носить стабильный или подвижный характер (подвижные количественные стандарты могут быть использованы при контроле показателей гибких бюджетов, для корректировки стандартов при изменении учетной ставки, темпов инфляции и т.п.). Стандартами выступают целевые стратегические нормативы, показатели перспективных планов, система государственных или разработанных предприятием норм и нормативов и т.п.

4. Построение системы мониторинга показателей, включаемых в финансовый контроллинг. Система мониторинга (или как ее часто переводят "следящая система") составляет основу финансового контроллинга, самую активную часть его механизма. Система финансового мониторинга представляет собой разработанный на предприятии механизм постоянного наблюдения за важнейшими показателями финансовой деятельности, определения размеров отклонений фактических результатов от предусмотренных и выявления причин этих отклонений. Построение системы мониторинга важнейших финансовых показателей охватывает следующие основные этапы (рис. 20.4).

А. Построение системы информативных отчетных показателей финансового контроллинга
Б. Разработка системы обобщающих (аналитических) показателей, отражающих фактические результаты достижения предусмотренных количественных стандартов контроля
В. Определение структуры и показателей форм контрольных отчетов исполнителей
Г. Определение контрольных периодов финансового контроллинга по каждой группе рассматриваемых показателей
Д. Установление размеров отклонений фактических результатов рассматриваемых показателей от установленных стандартов
Е. Выявление основных причин отклонений фактических результатов рассматриваемых показателей от установленных стандартов

Рисунок 20.4. Содержание и последовательность основных этапов построения системы мониторинга контролируемых показателей финансовой деятельности предприятия.

а) Построение системы информативных отчетных показателей финансового контроллинга основывается на данных финансового и управленческого учета. Эта система представляет собой так называемую "первичную информационную базу наблюдения", необходимую для последующего расчета агрегированных по предприятию отдельных аналитических абсолютных и относительных финансовых показателей, характеризующих результаты финансовой деятельности предприятия.

б) Разработка системы обобщающих (аналитических) показателей, отражающих фактические результаты достижения предусмотренных количественных стандартов контроля, осуществляется в четком соответствии с системой контролируемых финансовых показателей. При этом обеспечивается полная сопоставимость количественного выражения установленных стандартов и рассматриваемых аналитических показателей. В процессе разработки такой системы строятся алгоритмы расчета отдельных обобщающих (аналитических) показателей с использованием первичной информационной базы наблюдения и методов финансового анализа.

в) Определение структуры и показателей форм контрольных отчетов (рапортов) исполнителей призвано сформировать систему носителей контрольной информации. Для обеспечения эффективности контроллинга такая форма отчета должна быть стандартизирована и содержать следующую информацию:

- фактически достигнутое значение контролируемого показателя (в сопоставлении с предусмотренным);
- размер отклонения фактически достигнутого значения контролируемого показателя от предусмотренного;
- факторное разложение размера отклонения (если контролируемый показатель поддается количественному разложению на отдельные составляющие). Алгоритм такого разложения должен быть определен и доведен до каждого исполнителя заранее;
- объяснение причин отрицательных отклонений по показателю в целом и отдельным его составляющим;
- указание лиц, виновных в отрицательном отклонении показателя, если это отклонение вызвано внутренними факторами деятельности подразделения. Форма стандартного контрольного отчета (рапорта) исполнителя дифференцируется в соответствии с содержанием его функциональных обязанностей.

г) Определение контрольных периодов финансового контроллинга по каждой группе рассматриваемых показателей осуществляется на основе "срочности реагирования", необходимой для эффективного управления финансовой деятельностью на данном предприятии. С учетом этого принципа выделяют:

- месячный контрольный отчет;
- квартальный контрольный отчет.

д) Установление размеров отклонений фактических результатов рассматриваемых показателей от установленных стандартов осуществляется как в абсолютных, так и в относительных показателях. Так как каждый показатель содержится в контрольных отчетах исполнителей, на данной стадии он агрегируется в рамках предприятия в целом. При этом по относительным показателям все отклонения подразделяются на три группы:

- положительное отклонение;
- отрицательное "допустимое" отклонение;
- отрицательное "критическое" отклонение.

Для проведения такой градации на каждом предприятии должен быть определен критерий "критических" отклонений, который может быть дифференцирован по контрольным периодам. В качестве критерия "критического" отклонения может быть принято отклонение в размере 20 и более процентов по недельному (декадному) контрольному периоду; 15 и более процентов по месячному периоду; 10 и более процентов по квартальному периоду.

е) Выявление основных причин отклонений фактических результатов рассматриваемых показателей от установленных стандартов проводится по предприятию в целом и по отдельным "центрам ответственности". В процессе такого анализа выделяются и рассматриваются те показатели финансового контроллинга, по которым наблюдаются "критические" отклонения от целевых нормативов, заданий текущих планов и бюджетов. По каждому "критическому" отклонению (а при необходимости и менее значимым размерам отклонений показателей приоритетов первого порядка) должны быть выявлены вызвавшие их причины. В процессе осуществления такого анализа в целом по предприятию используются соответствующие разделы контрольных отчетов исполнителей.

Разработанная система мониторинга должна корректироваться при изменении целей финансового контроллинга и системы показателей текущих планов и бюджетов.

5. Формирование системы алгоритмов действий по устранению отклонений является заключительным этапом построения финансового контроллинга на предприятии.

Принципиальная система действий менеджеров предприятия в этом случае заключается в трех алгоритмах (рис. 20.5):





Рисунок 20.5. формирование принципиальных алгоритмов действий по устранению различных видов отклонений фактических результатов финансовой деятельности от предусмотренных.

а) "Ничего не предпринимать". Эта форма реагирования предусматривается в тех случаях, когда размер отрицательных отклонений значительно ниже предусмотренного "критического" критерия.

б) "Устранить отклонение". Такая система действий предусматривает процедуру поиска и реализации резервов по обеспечению выполнения целевых, плановых или нормативных показателей. При этом резервы рассматриваются в разрезе различных аспектов финансовой деятельности и отдельных финансовых операций. В качестве таких возможностей может быть рассмотрена целесообразность введения усиленного режима экономии (по принципу "отсечения лишнего"), использования системы финансовых резервов и другие.

в) Изменить систему целевых нормативных показателей ". Такая система действий предпринимается в тех случаях, если возможности нормализации отдельных аспектов финансовой деятельности ограничены или вообще отсутствуют.

Завершающим этапом процесса управления реализацией финансовой стратегии предприятия является осуществление (при необходимости) корректировки программы его стратегического финансового развития. Такая корректировка может осуществляться в следующих основных случаях:

- при неожиданных изменениях факторов внешней финансовой среды, генерирующих существенные угрозы реализации финансовой стратегии, нейтрализовать которые в полной мере невозможно;
- при неожиданных изменениях факторов внешней финансовой среды, создающих достаточно значимые дополнительные возможности финансового развития предприятия;
- при возрастании внутреннего финансового потенциала предприятия за счет дополнительного эффекта, полученного в результате успешной реализации стратегических изменений;
- при внесении существенных объективно обусловленных корректив в цели корпоративной стратегии, других функциональных стратегий, а также отдельных бизнес стратегий.

Реализацию финансовой стратегии следует считать успешно завершенной, если достигнуты все основные стратегические цели по каждой из доминантных сфер (направлений) финансового развития предприятия.