

Подходы к применению приемов и методов финансового менеджмента в целях минимизации финансовых рисков коммерческих организаций

© 2009 Н.И. Кравцова

кандидат экономических наук, профессор

Ростовский государственный экономический университет "РИНХ"

Проведенное исследование финансовых рисков, присущих коммерческим организациям, показало необходимость совершенствования стратегии и тактики финансового менеджмента. В условиях финансового кризиса все большее значение приобретает совершенствование таких инструментов снижения риска, как диверсификация, лимитирование, самострахование, страхование, хеджирование и т.д.

Ключевые слова: риск, финансовый менеджмент, риск-менеджмент, диверсификация, лимитирование, самострахование, страхование, хеджирование, кризис, политический риск, валютный риск, ликвидность, эффект финансового рычага, доходность, левверидж.

Современный глобальный экономический кризис стал результатом низкого качества управления финансовыми потоками как на макро-, так и на микроуровне, из-за чего огромные риски оказались вне должного учета. В итоге недооценка предпринимательских рисков, переоценка доходов и стала, по сути, регулярной практикой. Подобный разрушительный подход не пресекался специально существующими для этого рыночными институтами, такими как аудиторские структуры и рейтинговые агентства. Причем самыми рискованными оказались именно те, кто изначально должен быть максимально консервативен, т.е. финансовые институты. Для преодоления сложившейся ситуации необходимо, во-первых, сформировать современные системы управления финансовыми рисками, адекватные степени развития финансовых технологий; во-вторых, повысить ответственность финансовых менеджеров публичных компаний перед своими акционерами, в-третьих, всегда подбирать руководителей организаций в соответствии с критериями профессиональной компетенции и опытом управления рисками. Системы оплаты труда должны стимулировать менеджеров проводить оценку рисков и ориентировать на достижение стабильных положительных результатов.

Мировой экономический кризис носит системный характер, затрагивает большинство отраслей экономики и социальной сферы в каждой стране, влияет на структуру мировой экономики и принципы международных экономических отношений. Правительства должны учитывать эти факторы при выработке и реализации антикризисных мер и исходить из необходимости сохранения нужного объема накопленных финансовых ресурсов для решения как антикри-

зисных задач, так и задач стратегического развития экономики в последующие годы.

Кризис - не повод отказаться от долгосрочных приоритетов модернизации страны. Главная модернизационная задача Правительства РФ - переход к инновационному росту экономики¹. Для реализации поставленной цели необходимо создание инвестиционной системы, состоящей из проектов с высокой инновационной ценностью. Для успешной реализации таких проектов важно создать такую систему риск-менеджмента, которая позволит успешно реализовать данные проекты, обладающие высокими рисками реализации и финансирования. Причем высококвалифицированные специалисты по управлению рисками инвестиционных проектов должны участвовать и в разработке самих проектов, и в их анализе для финансирования. Без системы качественного риск-менеджмента и без необходимого количества квалифицированных специалистов успешно реализовать такую программу в России не удастся. В случае развития риск-менеджмента, в том числе и в сфере проектного финансирования, страна получит реальный шанс уже в ближайшем будущем войти в число развитых рыночных государств с сильной национальной экономикой. Значительные финансовые ресурсы можно привлечь с мировых рынков при условии обеспечения качественного управления рисками проектов. Таким образом, развитие риск-менеджмента реализации, финансирования и страхования инвестиционных проектов на ближайшую перспективу становится ключевым фактором возможного роста благосостояния России.

Управление финансовыми рисками является одной из важнейших составных частей стратеги-

¹ www.premier.gov.ru.

ческого финансового менеджмента. Финансовый менеджмент - система управления процессами инвестирования и финансирования, денежными потоками, призванная обеспечить привлечение достаточного количества денежных средств и их эффективное вложение в соответствии с целями максимизации чистой прибыли, роста рентабельности продаж, повышения благосостояния собственников, увеличения курсовой стоимости акций, а также рыночной стоимости предприятия на основе использования инструментов (приемов), методов и рычагов стратегического и тактического характера.

Финансовым менеджерам, занимающимся анализом рисков и непосредственно работающим с рисками, очень важно иметь четкое представление о том, что такое риск. Такое воздействие осуществляется с помощью приемов финансового менеджмента и особой стратегии. В совокупности стратегия и приемы образуют своеобразный механизм управления риском, т.е. риск-менеджмент. Таким образом, риск-менеджмент представляет собой составную часть финансового менеджмента².

Существуют различные виды рисков в зависимости от того объекта или действия, рискованность которого оценивается: политический, производственный, имущественный, финансовый, валютный.

Политический риск характеризует финансовые отношения между экономическими агентами и правительствами стран, имеющих принципиально различное политическое устройство или нестабильную политическую ситуацию.

Производственный риск связан с производством продукции, товаров и услуг; с осуществлением любых видов производственной деятельности, в процессе которой предприниматели сталкиваются с проблемами неадекватного использования сырья, роста себестоимости, увеличения потерь рабочего времени, использования новых методов производства. К основным причинам производственного риска относятся: снижение намеченных объемов производства и реализации продукции вследствие снижения производительности труда, простоя оборудования, потерь рабочего времени, отсутствия необходимого количества исходных материалов, повышенного процента брака производимой продукции; снижение цен, по которым планировалось реализовывать продукцию или услугу, в связи с ее недостаточным качеством, неблагоприятным изменением рыночной конъюнктуры, падением спроса; увеличение расхода материальных затрат в ре-

зультате перерасхода материалов, сырья, топлива, энергии, а также за счет увеличения транспортных расходов, торговых издержек, накладных и побочных расходов; рост фонда оплаты труда за счет превышения намеченной численности либо за счет выплат более высокого, чем запланировано, уровня заработной платы отдельным сотрудникам; увеличение налоговых платежей и других отчислений в результате изменения ставки налогов в неблагоприятную для предпринимательской фирмы сторону и их отчислений в процессе деятельности; низкая дисциплина поставок, перебои с топливом и электроэнергией; физический и моральный износ оборудования отечественных предприятий.

Финансовый риск - риск, обусловленный структурой источников средств. В частности, если обязательства перед внешними инвесторами не будут исполняться в соответствии с договором, то в отношении предприятия вполне может быть инициирована процедура банкротства с неминуемыми в этом случае потерями для собственников. Суть финансового риска и его значимость, таким образом, определяются структурой долгосрочных источников финансирования - чем выше доля заемного капитала, тем выше уровень финансового риска.

Риск снижения покупательной способности денежной единицы. Этот вид риска присущ предпринимательской деятельности в целом, а смысл его заключается в том, что инфляция может приводить к снижению деловой активности, прибыли, рентабельности, эрозии капитала. Учет влияния рассматриваемого типа риска достигается с помощью техники дисконтирования путем расчета возможного темпа инфляции и корректировки в данной связи прогнозируемых денежных потоков и основанных на них показателей доходности и рентабельности.

Процентный риск представляет собой риск потерь в результате изменения процентных ставок. Этот вид риска приходится учитывать как инвесторам, так и хозяйствующим субъектам. Для предприятий риск снижения процентных ставок проявляется в различных аспектах, причем негативное влияние могут оказывать как повышательные, так и понижательные тенденции в динамике процентных ставок. Так, если предприятие эмитировало облигационный заем с относительно высокой процентной ставкой, а в последующем в силу тех или иных причин процентные ставки по долгосрочным финансовым инструментам начали устойчиво снижаться, то эмитент несет очевидные убытки. Вместе с тем повышение процентных ставок (например, по краткосрочным кредитам) приводит к дополнитель-

² Филина Ф. Риск-менеджмент как способ снизить издержки предприятия // Фин. менеджер. 2007. № 7. С. 5.

ным финансовым расходам, связанным с необходимостью поддержания требуемого уровня оборотных средств.

Валютный риск представляет собой вероятность финансовых потерь в результате изменения курса валют, которое может произойти в период между заключением контракта и фактическим производством расчетов по нему.

Все риски по возможности предвидения можно разделить на прогнозируемые и непрогнозируемые. Прогнозируемые риски – это риски, наступление которых можно предвидеть в ходе подготовки и выполнения проекта. Для этих рисков определяется вероятность их наступления. Непрогнозируемые риски – риски, которые нельзя прогнозировать в рамках проекта. Для непрогнозируемых рисков невозможно определить вероятность наступления.

Управление рисками представляет собой выявление и контроль потенциальных проблем до того, как они произошли. При управлении рисками должны учитываться как внешние, так и внутренние источники возможных технических рисков, а также рисков превышения затрат или задержки графика³.

Управление рисками на предприятии является сегодня актуальной задачей. Риск-менеджмент становится неотъемлемой и важной частью управления финансами предприятия. В рамках риск-менеджмента можно рассматривать управление как финансовыми, так и нефинансовыми рисками организации.

Для финансовых рисков разработано много различных инструментов управления, в то время как нефинансовые, в частности технические риски, требуют специальных инструментов в зависимости от специфики деятельности предприятия.

Проблема измерения риска была предпринята основателями финансового менеджмента и нашла отражение в базовых концепциях финансового менеджмента – в теории портфеля и модели оценки доходности финансовых активов (CAPM).

Основоположником теории портфеля является Гарри Марковиц (Harry Markovitz), который изложил основные принципы данной концепции в 1952 г. в работе “Выбор портфеля” (Portfolio Selection) и получил за свои труды в 1990 г. Нобелевскую премию по экономике. Теория портфеля приводит к следующим выводам: для минимизации риска инвесторам следует объединять рискованные активы в портфели; уровень

риска по каждому отдельному виду активов следует измерять не изолированно от остальных активов, а с учетом его влияния на общий уровень риска диверсифицированного портфеля.

Взаимосвязь между уровнем риска и требуемой доходностью конкретизирует модель оценки доходности финансовых активов (Capital Asset Pricing Model, CAPM), разработанная Уильямом Шарпом (William Sharpe), Джоном Линтнером (John Lintner) и Дж. Моссином. Модель оценки доходности финансовых активов (CAPM) основана на следующих предпосылках: инвесторы стараются избегать риска; модель рассчитана на один период, так как предполагается, что инвесторы стремятся максимизировать богатство на конец каждого периода; у всех инвесторов одинаковые представления о доходности и рискованности активов; портфели и ценные бумаги имеют среднюю доходность и одинаковое среднеквадратическое отклонение доходности; существуют безрисковые активы с определенной ставкой, которые доступны каждому инвестору; все активы продаются на рынке, объем каждого актива ограничен; трансакционные издержки равны нулю; торговля не ограничена ни налогами, ни ограничивающими правилами.

Исходя из указанных предпосылок, модель оценки доходности финансовых активов (CAPM) можно представить следующим образом:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f], \quad (1)$$

где $E(R_i)$ – ожидаемая доходность i -го актива;

R_f – доходность безрискового актива;

β_i – показатель систематического риска для i -го актива;

$E(R_m)$ – ожидаемая доходность рыночного портфеля⁴.

Теория портфеля и модель оценки доходности финансовых активов позволяют оптимизировать решения инвестирования или управления активами.

Предприятие идет на риск с целью максимизации своей прибыли, поэтому в рамках анализа рисков нельзя не упоминать о доходности, являющейся стимулом, заставляющим предприятие идти на риск.

Доходность и риск – это две полярные, но взаимосвязанные категории, характеризующие любую предпринимательскую деятельность. Бизнес всегда ассоциируется, с одной стороны, с

³ Булава Е. А. Организация управления рисками на предприятии, реализующем проекты // Контроллинг. 2007. № 3. С. 46.

⁴ Ченг Ф.Ли, Джозеф И. Финнерти. Финансы корпораций: теория, методы и практика: Пер. с англ. М., 2000. С. 175.

некоторым уровнем доходности, с другой - степенью риска. Причем более высокую доходность можно получить, как правило, принимая рискованные решения. В этом состоит проблема выбора стратегии и тактики развития бизнеса.

Дилемма "доходность или безопасность", которую на свой страх и риск решают индивидуальные предприниматели, в средних и крупных компаниях должна служить предметом управления. В эпоху становления отношений собственности в России из-за несовершенства законов разгораются конфликты между менеджерами и собственниками предприятий, между крупными и мелкими акционерами. Для их преодоления необходим особый подход к управлению предприятием, нужна особая философия менеджмента, состоящая в предотвращении рискованных событий. Поскольку речь идет о рискованных вложениях, инвестор-собственник должен владеть информацией об угрозах развития бизнеса, принимать участие в подборе управляющих и выработке ключевых решений. Финансовые менеджеры, уполномоченные собственниками увеличивать стоимость бизнеса, обязаны предвидеть последствия своих решений в параметрах, характеризующих доходность и риск.

Эффективность деятельности характеризуют показатели рентабельности и оборачиваемости (деловой активности). Им противостоят коэффициенты финансовой устойчивости и ликвидности, характеристики платежеспособности, которые необходимо использовать для оценки соответствующих рисков: потери финансовой устойчивости, снижения ликвидности и неплатежеспособности.

Специальной финансовой категорией для характеристики риска является левверидж - искусство управления прибылью и риском. Финансовый левверидж (эффект финансового рычага) представляет собой потенциальную возможность влиять на прибыль предприятия путем изменения объема и структуры пассивов, характеризует использование предприятием заемных средств, которые влияют на измерение коэффициента рентабельности собственного капитала.

Эффект финансового рычага является объективным фактором, возникающим с появлением заемных средств в объеме используемого предприятием капитала, позволяющим ему получить дополнительную прибыль на собственный капитал.

Показатель, отражающий уровень дополнительно генерируемой прибыли на собственный капитал при различной доле использования заемных средств, называется эффектом финансо-

вого рычага (ЭФР). Он рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{ЭФР} = (1 - \text{Снп}) \cdot (\text{ЭР} - \text{СРСП}) \cdot \text{ЗК/СК}, \quad (2)$$

где ЭФР - эффект финансового рычага, заключающийся в приросте коэффициента рентабельности собственного капитала, %;

Снп - ставка налога на прибыль;

ЭР - экономическая рентабельность активов;

СРСП - размер процентов за кредит, уплачиваемых предприятием за использование заемного капитала, %;

ЗК - сумма используемого предприятием заемного капитала;

СК - сумма собственного капитала предприятия.

Приведенная формула (2) расчета эффекта финансового рычага позволяет выделить в ней три основные составляющие.

1. Налоговый корректор финансового рычага $(1 - \text{Снп})$ - показывает, в какой степени проявляется эффект финансового леввериджа в связи с различным уровнем налогообложения прибыли.

2. Дифференциал финансового рычага $(\text{ЭР} - \text{СРСП})$ - характеризует разницу между экономической рентабельностью активов и средним размером процента за кредит.

3. Плечо финансового рычага (ЗК/СК) - характеризует сумму заемного капитала, используемого предприятием, в расчете на единицу собственного капитала.

Налоговый корректор финансового рычага практически не зависит от деятельности предприятия, так как ставка налога на прибыль устанавливается законодательно.

Расчет эффекта финансового рычага, проведенный на примере ОАО "Донской Табак", представлен в таблице.

Проведенный анализ показал, что за анализируемый период ЭФР значительно изменялся. Положительным для ОАО "Донской Табак" он являлся только в 2006-2007 гг., что обусловлено положительным уровнем экономической рентабельности активов и, как следствие, дифференциала финансового леввериджа. Наиболее высокие показатели ЭФР в ОАО "Донской Табак" наблюдались в 2006 г., что связано с низкой процентной ставкой по кредиту за использование заемных средств.

Рассчитанный для ОАО "Донской Табак" показатель финансового леввериджа показал, что предприятие очень чувствительно к изменениям уровня рентабельности и процентной ставки по кредиту, поскольку имеет достаточно большое количество заемных средств. В 2003-2005 гг. заемный капитал привлекался организацией для осуществления инвестиционных проектов по модернизации производства. Данные инвестиционные проекты были реализованы успешно, что

Формирование эффекта финансового рычага ОАО «Донской Табак»*

Показатели	2003	2004	2005	2006	2007
1. Ставка налога на прибыль (Снп), %	24	24	24	24	24
2. Налоговый корректор финансового рычага (1-Снп)	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76
3. Величина прибыли до налогообложения (Пдн), тыс. руб.	-66124	72653	- 12738	199953	222484
4. Экономическая рентабельность активов (ЭР), %	-2,64	3,19	-0,64	8,00	6,38
5. Размер процентов за кредит (СРСП), %	11,69	8,54	18,65	1,89	5,33
6. Итого заемных средств, тыс. руб.	390953	421764	83687	958279	1353747
7. Дифференциал финансового левериджа (ЭР - СРСП)	-14,33	-5,35	-18,01	6,11	1,05
8. Плечо финансового рычага (ЗК/СК)	1,14	0,78	0,60	1,40	2,86
9. Эффект финансового рычага	-12,42	-3,19	-8,21	6,49	2,28

* Таблица составлена автором на основании данных сайта ОАО «Донской Табак». www.dontabak.ru.

привело к повышению уровня рентабельности и положительному эффекту финансового рычага в 2006-2007 гг., и, как следствие, к снижению финансовых рисков.

Возрастание эффекта финансового рычага связано с ростом рискованности данного предприятия. Многочисленные исследования структуры капитала различных предприятий показывают, что значение финансового рычага должно быть примерно равно 2. На исследуемом предприятии данное значение колеблется от 0,6 в 2005 г. до 2,86 в 2007 г. Достаточно высокое, как в 2007 г., значение финансового рычага сопряжено с высоким риском. Риск заключается в том, что чем сильнее финансовый рычаг, тем выше для собственников предприятия опасность остаться без прибыли в случае даже незначительного недополучения компанией прогнозируемого объема продаж - вплоть до случаев резко отрицательных значений рентабельности собственного капитала. Кроме того, компании с высоким уровнем финансового левериджа более чувствительны к росту ставок по кредитам. Данные риски тем более возрастают в условиях кризиса ликвидности, когда снижается покупательная способность и, как следствие, для предприятия становится затруднительным добиться достижения планируемого объема продаж. Снижение прибыли в данном случае может привести к невозможности предприятия в срок рассчитаться по своим обязательствам.

Уровень доходности и риска закладывается в процессе выработки стратегии компании, исходя из анализа внешней ситуации на рынках и оценки внутренних возможностей, включая все стороны деятельности. Например, при проведении маркетинговых исследований учитывают возможность оказаться в убытках при падении спроса и изменении цен на продукты и ресурсы - это предпринимательский риск. При планировании и организации производственных процессов необходимо учесть риск снижения рентабельности продаж, задавая определенный уровень эффективности ис-

пользования ресурсов и соответственно уровень текущих затрат и прибыли. Принимая решения об инвестициях и финансировании, учитывают риск потери финансовой устойчивости и ликвидности.

Для текущего мониторинга деятельности каждой компании следует установить контрольные (нормативные) значения показателей доходности и риска, исходя из принятой стратегии⁵, и на основе принятых уровней доходности и риска строить систему управления рисками.

Наличие у финансового менеджера надежной деловой информации позволяет ему быстро принять финансовые и коммерческие решения, влиять на правильность таких решений, что, естественно, ведет к снижению потерь и увеличению прибыли. Надлежащее использование информации при заключении сделок сводит к минимуму вероятность финансовых потерь.

Источниками информации, предназначенной для анализа риска, являются:

- бухгалтерская отчетность предприятия. Данные документы (баланс, отчет о прибыли и убытках, о движении денежных средств и т. д.) в сжатой форме содержат всю официальную информацию о предприятии (состояние основных фондов, уровень запасов материалов и готовой продукции, величина дебиторской и кредиторской задолженностей, финансовые результаты деятельности предприятия и пр.). Анализ бухгалтерской отчетности предприятия позволит выявить значительную долю деловых, кредитных, организационных рисков;
- организационная структура и штатное расписание предприятия.

Поскольку риск-менеджмент представляет собой систему управления риском и экономическими, точнее, финансовыми отношениями, возникающими в процессе этого управления, он имеет свои стратегию и тактику.

⁵ Станиславчик Е. Оценка доходности и риска в рамках анализа финансового состояния // Фин. газ. 2007. № 37. С. 11.

Стратегия представляет собой искусство планирования, руководства, основанного на правильных и далеко идущих прогнозах. Стратегия риск-менеджмента - искусство управления риском в неопределенных рыночных условиях, основанное на прогнозировании риска и приемов его снижения. Под стратегией управления понимаются направление и способ использования средств для достижения поставленной цели. Стратегия риск-менеджмента включает в себя правила, на основе которых принимаются рискованные решения и способы выбора варианта решения. Следует сконцентрировать усилия на вариантах решения, не противоречащих принятой стратегии, отбросив все другие варианты. После достижения поставленной цели стратегия как направление и средство ее достижения прекращает свое существование. Новые цели ставят задачу разработки новой стратегии.

Тактика - это конкретные методы и приемы для достижения поставленной цели в конкретных условиях. Задачей тактики управления является выбор наиболее оптимального решения и наиболее приемлемых в данной хозяйственной ситуации методов и приемов управления.

Риск-менеджерам необходимо четко понимать, что риск - это возможность наступления события. При возникновении соответствующей возможности они сразу же начинают заниматься риском, выявляя всю необходимую информацию для определения его количественного значения, т.е. вероятности. Рассчитать аналитически общее распределение потерь для всех случаев пока очень сложно. Именно поэтому для того, чтобы все же найти совместное распределение, разрабатываются различные способы: математические, численные и смешанные. Самыми эффективными и наиболее часто применяющимися на практике в финансовых организациях являются методы быстрого преобразования Пуассона, Фурье, Панжера, сокращенной аппроксимации и метод Монте-Карло⁶.

Приемы риск-менеджмента представляют собой приемы управления риском. Они состоят из средств разрешения рисков и приемов снижения степени риска. Средствами разрешения рисков являются: их избежание, удержание, передача.

Избежание риска означает простое уклонение от мероприятия, связанного с риском. Однако избежание риска для инвестора зачастую означает отказ от прибыли.

Удержание риска - это оставление риска за инвестором, т.е. на его ответственности. Так, инвестор, вкладывая венчурный капитал, заранее уверен, что он может за счет собственных средств покрыть возможную потерю венчурного капитала. Передача риска означает, что инвестор передает ответствен-

ность за риск кому-то другому, например страховой компании. В данном случае передача риска произошла путем страхования риска. Снижение степени риска представляет собой сокращение вероятности и объема потерь.

Для снижения степени риска применяются различные приемы. Наиболее распространенными являются: диверсификация, приобретение дополнительной информации о выборе и результатах, лимитирование, самострахование, страхование, страхование от валютных рисков, хеджирование, приобретение контроля над деятельностью в связанных областях, учет и оценка доли использования специфических фондов компании в ее общих фондах и др.

Диверсификация представляет собой процесс распределения капитала между различными объектами вложения, которые непосредственно не связаны между собой. Диверсификация позволяет избежать части риска при распределении капитала между разнообразными видами деятельности. Например, приобретение инвестором акций пяти разных акционерных обществ вместо акций одного общества увеличивает вероятность получения им среднего дохода и соответственно снижает степень риска.

Лимитирование - это установление лимита, т.е. предельных сумм расходов, продажи, кредита и т.п. Лимитирование является важным приемом снижения степени риска и применяется банками при выдаче ссуд, при заключении договора на овердрафт. Хозяйствующими субъектами он применяется при продаже товаров в кредит, при предоставлении займов, определении сумм вложения капитала.

Самострахование означает, что предприниматель предпочитает одностраховаться сам, чем покупать страховку в страховой компании. Тем самым он экономит на затратах капитала по страхованию. Самострахование представляет собой децентрализованную форму создания натуральных и страховых (резервных) фондов непосредственно в хозяйствующих субъектах, особенно в тех, чья деятельность подвержена риску.

Таким образом, можно сделать вывод, что коммерческие организации в процессе реализации стратегических и тактических целей финансового менеджмента постоянно сталкиваются с различными финансовыми рисками. Залог успешного снижения степени рисков составляют полнота информации о рисках и квалификация финансовых менеджеров предприятия, которые, формируя политику осуществления риск-менеджмента, а также грамотно применяя его приемы, добиваются оптимального соотношения между риском и доходностью.

⁶ Машков И., Данилова Ю. Подходы к оценке операционных рисков // Аналит. банк. журн. 2007. № 9. С. 92.