

Федеральное агентство по образованию
Государственное образовательное учреждение
высшего профессионального образования
Ивановский государственный химико-технологический университет

Ю.А. Соколов, Н.В. Балабанова

***ФИНАНСОВАЯ УСТОЙЧИВОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ
С ПОЗИЦИИ ОЦЕНКИ
ФИНАНСОВЫХ РИСКОВ***

Иваново 2008

ББК 65.291.9
УДК 330.131.7:658.14/.17

Соколов, Ю.А.

Финансовая устойчивость предприятия с позиции оценки финансовых рисков: монография / Ю.А. Соколов, Н.В. Балабанова / Иван.гос.хим.-технолог.ун-т. Иваново, 2008 – 94 с.

ISBN 978-5-9616-0266-1

При подготовке данного издания авторами были проанализированы и использованы теоретические разработки российских и зарубежных ученых в области риск-менеджмента.

В монографии рассмотрены теоретические и практические вопросы оценки и управления финансовыми рисками с целью повышения финансовой устойчивости предприятия. Авторами выявлено значение и возможности применения для оценки влияния финансовых рисков на финансовую устойчивость предприятия комплекса финансовых показателей, в том числе критериев левериджа.

Практическую значимость представляет разработанная авторами методика оценки финансовой устойчивости предприятия, а также разработанные и обоснованные мероприятия по упрочению финансовой устойчивости, которые могут быть использованы в практической деятельности хозяйствующих субъектов в области управления финансовой устойчивостью и при составлении и анализе бизнес-плана их развития.

Издание рекомендуется специалистам в области риск-менеджмента, а также преподавателям, аспирантам и студентам экономических специальностей.

*Печатается по решению редакционно-издательского совета
Ивановского государственного химико-технологического университета*

Рецензенты:

**кафедра финансов и банковского дела ГОУ ВПО Ивановского
государственного университета;**
доктор экономических наук, профессор **Леонтьев В.Е.**
(ГОУ ВПО Санкт-Петербургский университет экономики и финансов).

ISBN 978-5-9616-0266-1

© ГОУ ВПО «Ивановский
государственный
химико-технологический
университет», 2008

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	5
Глава 1. Теоретические аспекты определения взаимосвязи экономических категорий «финансовые риски» и «финансовая устойчивость предприятия»	7
1.1. Финансовая устойчивость как научно-практическая проблема функционирования предприятия.....	7
1.2. Взаимосвязь финансовых рисков с финансово-экономической устойчивостью предприятия.....	17
1.3. Методы оценки финансовых рисков предприятия. Концепция леввериджа.....	32
Выводы по главе	38
Глава 2. Методические подходы к оценке финансовых рисков и возможности обеспечения финансовой устойчивости предприятия	41
2.1. Использование финансовых показателей при оценке финансовых рисков предприятия.....	41
2.2. Применение концепции леввериджа при оценке финансовых рисков предприятия.....	55
2.3. Ресурсное обеспечение финансовой устойчивости предприятия.....	62
Выводы по главе	68
Глава 3. Количественные характеристики финансовых рисков в оценках финансовой устойчивости предприятия	70
3.1. Методика учета оценок степени финансового риска по отношению к системе финансовых показателей.....	70

3.2. Оценки степени финансового риска по отношению к отдельным финансовым показателям.....	76
Выводы по главе.....	82
Заключение.....	84
Список литературы.....	85

ВВЕДЕНИЕ

Предпринимательство в условиях рынка по существу связана с принятием решений, последствия реализации которых неоднозначны. Это относится и к финансовой сфере: изменения финансово-экономических условий могут не только влиять на способность предприятия рассчитываться по своим обязательствам, но и определять его дальнейшее существование.

В условиях стабилизации экономики России восстанавливается роль финансов как основного регулирующего механизма деятельности предприятий. Стабильность финансового состояния, финансовая устойчивость становятся необходимым условием эффективности функционирования и возможностей развития, индикатором инвестиционной привлекательности. Тем самым определяется и практический интерес к обеспечению финансовой устойчивости.

Устойчивость предприятия определяется не только современной технологией производства, стоимостью рабочей силы, но и наличием обоснованной финансово-экономической стратегии. В последнее время финансовые менеджеры все чаще сталкиваются с проблемой оценки и управления финансовыми рисками.

Важнейшей задачей народнохозяйственного масштаба в настоящее время также является выявление источников и привлечение в соответствующих объемах финансовых ресурсов, необходимых как для осуществления особо перспективных инвестиционных программ, так и для реконструкции и даже простого восстановления изношенного производственного оборудования. По всей очевидности задачу подъема экономики только за счет создания совершенно новых производств не решить. Но у большинства предприятий реального сектора необходимые для инвестиционных целей ресурсы практически отсутствуют, ввиду неудовлетворительного состояния их финансов.

Проблемы, возникшие в процессе реформирования экономики, требуют исследования причин их породивших, а также анализа развития негативных последствий, касающихся финансов предприятий. Финансовая стабильность общества основывается на финансовой устойчивости предприятий. Состояние финансов предприятия во многом определяет все основные экономические процессы в государстве.

Однако сегодня сама категория «финансы хозяйства» по сути выпадает из экономического понятийного оборота. В центре внимания практиков и ученых оказался в большей части не производственный, а банковский сектор, гипертрофированно устремленный в сферу доходных финансовых спекуляций. Однако именно финансы хозяйства и могут служить тем источником, который обеспечивает функционирование не только производственной, но и непроизводственной сфер экономики. Все другие виды финансов всегда были дополнительными источниками средств, которые (особенно кредитные ресурсы) предоставлялись, как правило, в прямой зависимости от наличия и

эффективности использования собственных финансовых ресурсов предприятия.

В этих условиях проблема обеспечения финансовой устойчивости стала одной из центральных для всех хозяйствующих субъектов.

Эффективность практического решения проблем оценки финансовых рисков и поведения предприятия в условиях неопределенностей рынка заметно сдерживается отсутствием комплексных исследований по данной тематике в российской науке. На современном этапе предприятия недостаточно используют механизмы и инструменты риск-менеджмента, что отчасти обусловлено недостаточностью законодательной базы. Очевидно, что данная проблема не являлась актуальной для советской экономической науки в связи с отсутствием валютного и фондового рынков, а также компонент финансового риска в управленческих решениях директивной экономики.

Несмотря на то, что вопросам риска в предпринимательской деятельности на сегодняшний день уделяется определенное внимание как в научных исследованиях, специальной литературе, так и на практике, проблема риска в управленческой деятельности остается недостаточно изученной. Неоднозначное понимание положений теории рисков, в частности их классификации, необходимость совершенствования методов ее анализа затрудняет использование предприятиями ее теоретического аппарата.

Имеющиеся литературные источники посвящены, главным образом, рассмотрению отдельно взятых проблем оценки и управления рисками, что вызывает определенные затруднения их использования и изучения.

Исследование сущности экономических рисков, выявление их причин и классификацию проводили Дж. М. Кейнс, М. Фридмен, Ф. Найт, А. Маршалл, К. Рэдхэд, С. Хьюс, Г. Клейнер, И. Балабанов, В. Гранатуров, М. Лапуста, В. Чернов, О. Кандинская.

К современной зарубежной так и отечественной научной литературе, предоставляющей широкий спектр разработок и теоретических обоснований факторов риска, лежащих в основе управления предприятием в различных сферах бизнеса, можно отнести работы Ван Хорн Дж., Мессена Д., Хьюса С., Рэдхэда К., а также Альгина А.П., Грабового П.К., Качалова Р.М., Клейнера Н.Я., Рогова М.А., Ротаря В.И., Самочкина В.Н., Уткина Э.А., Тренева Н.Н. и др.

В настоящее время особое внимание должно быть уделено проблемам устойчивости финансового состояния предприятия, рентабельности производства, эффективности использования потенциала развития хозяйствующего субъекта, что уже невозможно без учета влияния финансовых рисков. Поэтому приобретают особую важность вопросы разработки эффективных методических приемов исследования финансовых рисков. Становится обязательным формирование действенного механизма оценки финансовых рисков на уровне предприятий, который основывается на оптимальном сочетании инструментов риск-менеджмента и показателей эффективности деятельности, которые могли бы давать объективную информацию о степени рискованности хозяйствования.

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ОПРЕДЕЛЕНИЯ ВЗАИМОСВЯЗИ ЭКОНОМИЧЕСКИХ КАТЕГОРИЙ «ФИНАНСОВЫЕ РИСКИ» И «ФИНАНСОВАЯ УСТОЙЧИВОСТЬ» ПРЕДПРИЯТИЯ

1.1. Финансовая устойчивость как научно-практическая проблема функционирования предприятия

В условиях бывшей административно-командной системы управлению финансовой устойчивостью предприятия не уделялось должного внимания, так как, предоставляя бюджетные ассигнования на капитальные вложения, списывая просроченную задолженность предприятий банкам, разрешая выделять хозяйствам отраслевые финансовые ресурсы на восполнение недостатка оборотных средств, государство не допускало, чтобы предприятие оказалось в положении несостоятельного должника даже при низкой эффективности производства и наличии огромных потерь от бесхозяйственности.

Современные законы рыночной экономики требуют постоянного кругооборота средств, основанного на спросе, подтвержденном покупательной способностью. Платежеспособность и наличие ресурсов для развития предприятий являются важнейшими признаками финансовой устойчивости, обеспечение которой относится к числу наиболее важных финансовых проблем. Недостаточная финансовая устойчивость, также как и избыточная, отрицательно сказывается на состоянии предприятий, поскольку недостаточная финансовая устойчивость приводит к неплатежеспособности предприятий, к отсутствию средств для дальнейшей их деятельности, а избыточная – отягощает предприятия излишними запасами и резервами, отвлекает денежные средства из обращения и замораживает их.

Определение реального финансового состояния предприятия важно не только для самих хозяйствующих субъектов, но также и для инвесторов, желающих вложить свободные средства в развитие данного предприятия. Для этого им необходимо иметь сведения о финансовой устойчивости и об изменении финансового положения предприятия в современных условиях.

В экономической литературе социалистического периода близким по смыслу к современному понятию финансовой устойчивости предприятия выступало понятие «устойчивость финансового состояния предприятия» [48,57,96]. Оно характеризовалось «... обеспеченностью собственными оборотными средствами, соответствием фактических запасов нормируемых средств нормативу, величиной иммобилизации оборотных средств, обрачиваемостью оборотных средств, платежеспособностью предприятия» [57].

Отсюда следует, что основными показателями устойчивости финансового состояния предприятия выступали [48]:

- его обеспеченность собственными оборотными средствами;

- соответствие фактических запасов нормируемых оборотных средств установленному нормативу;
- обеспеченность запасов предназначенными для них источниками средств;
- иммобилизация оборотных средств;
- платежеспособность предприятия.

Таким образом, финансовая устойчивость предприятия оценивалась по его платежеспособности и обеспеченности собственными оборотными средствами.

Это представление о финансовой устойчивости сохранилось в определенной степени и в новых условиях хозяйствования. Следует отметить, что различные источники, при всем многообразии мнений, в основном сходятся в определении понятия финансовой устойчивости.

По мнению Балабанова И.Т.: «финансово-устойчивым является такой хозяйствующий субъект, который за счет собственных средств покрывает средства, вложенные в активы (основные фонды, нематериальные активы, оборотные средства), не допускает неоправданной дебиторской и кредиторской задолженности и расплачивается в срок по своим обязательствам» [10].

А.Д. Шеремет и его соавторы считают, что сущность устойчивости финансового состояния отражают «абсолютные показатели финансовой устойчивости предприятия» [97]. «Наиболее полно обобщающим показателем финансовой устойчивости является излишек или недостаток средств для формирования запасов, получаемый в виде разницы величины источников средств и величины запасов» [97]. При этом имеется в виду обеспеченность определенными видами источников (собственными, кредитными и другими заемными), поскольку достаточность суммы всех возможных видов источников (включая кредиторскую задолженность и прочие пассивы) гарантирована тождественностью итогов и актива и пассива баланса.

Для характеристики источников формирования запасов используется несколько показателей, отражающих различную степень охвата разных видов источников: наличие собственных оборотных средств, наличие долгосрочных источников формирования запасов, общая величина основных источников формирования запасов.

И.В. Мартынюк и Э.А. Уткин [87], раскрывая сущность финансового менеджмента, останавливаются на показателях финансовой устойчивости как на индикаторах антикризисных методов управления предприятием. Они рассматривают финансовые показатели, как неотъемлемый элемент повышения результативности применения контроллинга на предприятия и в банках России. Таким образом, указанные выше авторы подходят к проблеме управления финансовой устойчивостью с позиций взаимоотношений банка и клиента, не учитывая спектра других взаимоотношений и интересов. Индикаторы антикризисных методов управления являются частью комплекса, предусматривающего системное управление финансовой устойчивостью.

Бухонова С.М. и другие определяют финансовую устойчивость как «...способность предприятия сохранять нормальное финансовое состояние при

неблагоприятных воздействиях факторов внутренней и внешней среды за счет оптимальной структуры капитала и активов, оптимального соотношения между активами и источниками их формирования, эффективного использования всех видов ресурсов и рациональной реинвестиционной политики. Финансовая устойчивость обеспечивает способность предприятия наращивать капитал и развиваться на расширенной основе, определяет его кредитоспособность, конкурентоспособность и инвестиционную привлекательность» [18].

В зарубежной экономической литературе оценка финансовой устойчивости предприятия определяется его финансовой независимостью. Она связана с общей финансовой структурой предприятия, степенью его зависимости от кредиторов и инвесторов. Финансовая устойчивость в долгосрочном плане, следовательно, характеризуется соотношением собственных и заемных средств.

В мировой учетно-аналитической практике для оценки финансовой устойчивости применяются различные системы показателей. Так, например, Холт Р.Н. предлагает следующую систему показателей финансовой устойчивости [91]:

- удельный вес заемных средств в активах;
- удельный вес акционерного капитала в активах;
- финансовая структура капитала компании;
- доля долгосрочной задолженности в капитале;
- удельный вес заемных средств в капитале.

Существует и ряд других показателей финансовой устойчивости, аналогичных этим.

Таким образом, исходя из анализа показателей финансовой устойчивости, предлагаемых зарубежными исследователями, можно сделать вывод, что финансовая устойчивость предприятия рассматривается ими в первую очередь как его финансовая независимость и связана с соотношением собственных и заемных средств. На наш взгляд, данная точка зрения носит односторонний характер, так как она не учитывает финансовое положение предприятия и его перспективы развития. Современная практика российских предприятий показывает, что, даже не имея заемных средств в структуре активов, т.е. обладая вполне приемлемыми значениями показателей финансовой устойчивости, можно находиться в тяжелом финансовом положении.

Однако, по нашему мнению, для реальной характеристики воспроизводственного процесса, а значит и понятия финансовой устойчивости, всех вышеперечисленных показателей недостаточно. Одно из направлений решения данной проблемы – использование показателей денежного потока. С точки зрения Е.В. Быковой финансовую устойчивость можно охарактеризовать как «отражение стабильного превышения доходов над расходами предприятия, обеспечивающего свободный оборот его денежных потоков. Это такое состояние формирования и использования финансовых ресурсов экономического субъекта, которое обеспечивает его развитие на основе

увеличения прибыли и стоимости капитала при сохранении соответствующего уровня платежеспособности и кредитоспособности» [20].

Поскольку показатели денежных потоков наиболее реально характеризуют финансовую устойчивость, очень важно выбрать основные направления использования информации о денежных потоках. Они выглядят следующим образом [20]:

- оценка способности предприятия выполнять все свои обязательства по расчетам с кредиторами, выплате дивидендов и т. п. по мере наступления сроков погашения;

- определение потребности в дополнительном привлечении денежных средств со стороны;

- определение величины капиталовложений в основные средства и прочие внеоборотные активы;

- расчет размеров финансирования, необходимый для увеличения инвестиций в долгосрочные активы и ряд других направлений.

Исследуются поступления (приток), расходы или платежи (отток); определяется чистый денежный поток (разница между притоком и оттоком); рассматривается структура денежного потока по трем основным сферам (основной, инвестиционной и финансовой) и, наконец, - наличие денежных средств на расчетном счете предприятия.

Правильное понимание сущности финансовой деятельности невозможно без определения ее принадлежности к базисным или надстроечным отношениям. Среди ученых-экономистов долго не было единого мнения по данному вопросу. Одни считали, что финансовая деятельность – это прерогатива государства, и она относится к надстройке. Это мнение имело место в условиях административно-командной системы, когда государство в полном объеме распоряжалось финансовыми ресурсами на всех уровнях, и никто не отвечал за последствия. Другие, понимая, что финансовая деятельность, обслуживая производственный процесс, является элементом расширенного воспроизводства, относили финансовую деятельность к экономическому базису. В настоящее время за финансовой деятельностью закрепилось прочное понятие, относящее ее к элементу базиса. Такая позиция наиболее оправдана, поскольку финансовая деятельность основана на экономических отношениях и представляют отношения по поводу использования финансовых ресурсов. Финансовая деятельность основана на базисе, вытекает из базиса и направлена на его сохранение. Вместе с тем имеется определенная связь, диалектическая взаимообусловленность государства как надстройки и финансовой деятельности, выражающей базисные отношения. Э.А. Вознесенский вполне правомерно пишет по этому поводу: «Производственные отношения, образуя экономический базис общества, существуют объективно, но отнюдь не независимо от надстройки общества. Она организует новые экономические отношения по поводу образования этих источников в виде различных налогов, других государственных доходов и от структуры этих отношений зависит судьба предприятий, их финансовая состоятельность» [24].

Маршалл Дж. Ф. и Бансал Вип рассматривают финансовые нововведения и намечающиеся при этом тенденции как внешние факторы и условия финансовой устойчивости предприятия. По мнению данных авторов, прогноз ожидаемых значений финансовых показателей и допустимых диапазонов их вариации должен, прежде всего, ориентироваться на новые финансовые продукты. При этом большое внимание уделяется технологиям обеспечения финансового равновесия [63].

В теории конкурентного преимущества А.П. Грядов [36] обращается к финансовой устойчивости с позиции глобальных и локальных целей экономической стратегии фирмы. Ресурсная концепция стабильности фирмы представлена им в виде классических взаимосвязей, возникающих в процессе кругооборота капитала. Обобщая взгляды отечественных и зарубежных ученых, он дает авторскую трактовку финансовой устойчивости, как стабильного процесса финансовой деятельности. По нашему мнению, финансовая устойчивость выходит за рамки, определяемые Грядовым А.П., она должна обеспечивать стабильность развития как финансовой, так и экономической деятельности.

Под термином «финансовая устойчивость» также понимают такое состояние финансовых ресурсов, которое обеспечивает развитие предприятия за счет собственного капитала при сохранении платежеспособности и кредитоспособности в условиях допустимого (в указанном автором смысле) уровня финансового риска [10, 35,43].

Мы разделяем мнение о том, что «показатели финансовой устойчивости характеризует степень риска, связанного со способом формирования структуры собственных и заемных средств, которые используются предприятием для финансирования активов. Они дают возможность измерить степень устойчивости предприятия в финансовом отношении, его возможности продолжать бесперебойно работать» [10].

Но необходимо отметить, что развитие финансово-экономического анализа в классическом русле, без критической оценки понятийного аппарата, системы финансово-экономических показателей и методов анализа финансового состояния и финансовой устойчивости, привело к смешению понятий, некоторому изменению их исходного смысла. Даже, если сами понятия определены достаточно четко, в предлагаемых подходах и методиках оценки часто оценивается один аспект деятельности, а по результатам оценки делаются выводы, зачастую не имеющие к нему непосредственного отношения. Например, это имеет место при оценке платежеспособности и финансовой устойчивости. Известно, что платежеспособность – это способность предприятия своевременно и в полном объеме погашать свои обязательства. При этом платежеспособность оценивается через так называемые показатели ликвидности баланса (покрытие текущих обязательств). Некоторые авторы (И.А. Бланк, Л.В. Донцова) называют их напрямую коэффициентами платежеспособности, тем самым, отождествляя ликвидность и платежеспособность. Не отрицая взаимосвязь ликвидности и платежеспособности, следует отметить, что по содержанию это

неэквивалентные понятия. Аналогичное положение сложилось и с оценкой финансовой устойчивости. Выше мы привели разные определения данного понятия, но вопрос не в преимуществах или недостатках тех или иных дефиниций, тем более, что большинство авторов определяют финансовую устойчивость как стабильность деятельности в долгосрочной перспективе. Речь идет о том, каким образом предлагается оценивать устойчивость. В настоящее время это делается на основе показателей финансовой независимости и обеспеченности низколиквидных активов источниками формирования. Хотя эти показатели косвенно и свидетельствуют об устойчивости, но в данном случае оценивается не устойчивость, а текущая финансовая обеспеченность. Ведь даже если предприятие на 100% финансируется за счет заемных источников, то это еще не говорит о финансовой неустойчивости. Это свидетельствует лишь о риске снижения этой устойчивости в случае существенного ухудшения рыночной конъюнктуры.

По нашему мнению, в первую очередь необходимо разобраться с базовыми понятиями: финансовое состояние и финансовая устойчивость.

Некоторые авторы считают устойчивость характеристикой состояния, поэтому при анализе финансового состояния оценивают и финансовую устойчивость. Другие считают более обобщающей характеристикой именно финансовую устойчивость предприятия, а финансовое состояние лишь составляющей, проявлением устойчивости [3,6,69]. Имеющееся здесь противоречие создает предпосылки, которые могут повлечь за собой неверную интерпретацию результатов анализа и в конечном итоге привести к ошибкам при принятии управленческих решений. Однако данное противоречие связано только с недостаточно четким определением и разграничением понятий. Если уточнить и конкретизировать эти понятия, то противоречие снимается, так как в приведенных трактовках говорится о взаимосвязи между понятиями в разных аспектах.

Всякое «состояние», как это следует из семантики самого слова, это характеристика системы на какой-то момент времени, то есть статическая характеристика. В частности финансовое состояние – это финансовая характеристика предприятия на определенный момент. Под моментом понимается некий период, продолжительность которого незначительна для существенных изменений этого состояния. Несколько огрубляя суть дела, можно сказать, что финансовое состояние – это текущая, краткосрочная характеристика предприятия. Понятие «устойчивость», в отличие от «состояния», есть динамическая характеристика объекта. Устойчивость – это стабильность состояния в долгосрочной перспективе. Под долгосрочным понимается период, продолжительность которого достаточна для существенных изменений состояния. Здесь важно понимание долгосрочности как гарантии постоянства хорошего состояния. Постоянство или долгосрочность зависит больше от других факторов. Тем не менее, текущее финансовое состояние может быть косвенным индикатором финансовой устойчивости предприятия. И одновременно устойчивость на некий среднесрочный период зависит от текущего финансового состояния. Но данная

взаимозависимость не противоречит необходимости четкого разграничения понятий. Чтобы более четко разграничить понятия «финансовое состояние» и «финансовая устойчивость», мы будем использовать общесистемный подход. Предприятие можно рассматривать как некую систему, имеющую входы и выходы. Характеристики этих входов и выходов определяют устойчивость состояния системы. Состояние системы в определенный момент зависит от состояния в прошлый момент и от устойчивости этого состояния, то есть характеристик входящих и исходящих потоков. Именно в рамках этой взаимосвязи состояния и устойчивости говорилось о статической и динамической характеристике предприятия. Что касается интерпретаций финансового состояния и финансовой устойчивости как соответственно текущей (краткосрочной) и перспективной (долгосрочной) характеристик, то на самом деле необходимо очень осторожно их применять. Да, очевидно, есть разница между текущей характеристикой (или на короткий период) и будущей характеристикой (на долгосрочный период) системы (предприятия). Эту разницу обычно и отмечают многие авторы, когда определяют финансовое состояние и финансовую устойчивость. Однако эта разница указывает лишь на наличие факторов, которые проявляются в изменениях состояния системы за более длительные периоды. Это вопрос прогнозирования или оценки характеристик системы соответственно на перспективу и на текущий момент. Мы же подчеркиваем, что и устойчивость и состояние могут быть характеристиками на данный момент, просто это принципиально разные характеристики системы. Финансовое состояние характеризуется показателями на момент времени (показатели запаса), а финансовая устойчивость – в единицу времени (показатели потока, интенсивности). Именно это разграничение и является основным. А интерпретация финансового состояния и финансовой устойчивости как текущей и долгосрочной характеристик предприятия является лишь их внешним проявлением.

Можно выделить две взаимосвязанные обобщающие финансовые характеристики предприятия – это платежеспособность, то есть способность к выполнению финансовых обязательств, и финансовая независимость, то есть способность к финансированию активов [30,33]. На самом деле, это две качественные стороны одной и той же характеристики. Соответственно, когда речь идет о финансовом состоянии, то необходимо говорить о текущей (статической потенциальной) платежеспособности и текущей (статической) финансовой независимости (обеспеченности), а когда речь идет о финансовой устойчивости, то необходимо говорить об операционной (динамической, постоянной) платежеспособности и перспективной (динамической потенциальной) финансовой независимости.

Ограниченной является и трактовка финансовой устойчивости, как «стабильного процесса финансовой деятельности» [72]. Финансовая устойчивость, с одной стороны, должна обеспечивать стабильность как финансовой, так и хозяйственной деятельности. С другой стороны, обеспечение финансовой устойчивости прямо связано с параметрами производственного

процесса (что, в частности, подтверждается и результатами настоящего исследования).

Таким образом, базовые понятия: «финансовое состояние» и «финансовая устойчивость» в научной литературе не всегда точно разграничены, что затрудняет интерпретацию значений показателей финансово-хозяйственной деятельности предприятия и оценку воздействия на эту деятельность факторов внешней и внутренней среды. Представляется целесообразным, в соответствии со сложившейся в естественнонаучных исследованиях практикой употребления термина «устойчивость», подчеркнуть статус «финансовой устойчивости» как одной из характеристик «финансового состояния», а именно, характеристики, отражающей потенциальную способность предприятия сохранить или улучшить свое финансовое состояние. Разделяя эту точку зрения, в рамках данного исследования полагаем целесообразным считать заранее заданной систему таких показателей и понимать под финансовым состоянием в узком смысле набор значений некоторой совокупности таких показателей в данный момент времени. Следовательно, эти показатели не могут непосредственно характеризовать устойчивость; данное важное обстоятельство, к сожалению, недостаточно полно отражено в теории вопроса. Особо следует подчеркнуть, что на настоящий момент нет сколько-нибудь устоявшейся методики количественного оценивания финансовой устойчивости, понимаемой в указанном выше смысле.

Следует признать правомерность включения в понятие финансовой устойчивости наличия стабильности в развитии финансового состояния предприятия, то есть его постоянство или прогресс в течение сколько-нибудь длительного периода времени. Условие стабильности должно быть учтено в конкретной методике оценки и обеспечения финансовой устойчивости.

С другой стороны, само по себе рассмотрение проблемы устойчивости очевидным образом предполагает наличие потенциальных угроз существующему состоянию. Устойчивость неразрывно связана с такими угрозами, по существу определена ими или, точнее, по отношению к ним; устойчивость и причины ее возможного нарушения должны рассматриваться совместно. В данном исследовании в качестве возмущающих воздействий рассматриваются финансовые риски. Поэтому под финансовой устойчивостью (по отношению к финансовым рискам) предлагается понимать способность предприятия сохранять в заданных пределах финансовое состояние или в приемлемые сроки восстанавливать его при воздействии финансовых рисков. Здесь «заданные пределы» и «приемлемые сроки» понимаются в общем случае как задаваемые извне параметры, соответствующие, с одной стороны, нормам хозяйственного права, с другой – отвечающие текущим потребностям конкретного предприятия. Тем самым качественно способ описания финансовой устойчивости полностью определен системой представлений о природе финансовых рисков и характере их проявления, а также способом идентификации финансового состояния. Следует особо подчеркнуть, что – в той мере, в какой допустимо приведенное выше определение финансового

состояния в узком смысле – устойчивость связана с некоторой мерой отклонения (текущих значений показателей от их желательных значений). Поэтому содержательный анализ воздействия рисков предполагает наличие и какой-либо оценки уровня этого воздействия.

Финансовая характеристика предприятия представлена на рисунке 1.1[35].

Как нами было отмечено ранее, характеристикой устойчивости предприятия является способность развиваться в изменчивых условиях внутренней и внешней среды. Для этого предприятие должно обладать гибкой структурой финансовых ресурсов и при необходимости иметь возможность привлекать заемные средства. Классификация типов финансовой устойчивости по таким признакам как неплатежи и нарушение финансовой дисциплины представлены в таблице 1.1[22].

Таблица 1.1

Типы финансовой устойчивости

Тип финансовой устойчивости	Признаки
Абсолютная и нормальная устойчивость	Отсутствие неплатежей и причин их возникновения, отсутствие нарушений внутренней и внешней финансовой дисциплины
Неустойчивое финансовое состояние	Наличие нарушений финансовой дисциплины (задержки в оплате труда, использование временно свободных собственных средств резервного фонда и фондов экономического стимулирования и др.), перебои в поступлении денег на расчетные счета и платежах, неустойчивая рентабельность, невыполнение финансового плана, в том числе по прибыли
Кризисное финансовое состояние	Первая степень (I): наличие просроченных ссуд банкам; Вторая степень (II): I + наличие просроченной задолженности поставщикам за товары; Третья степень (III): граничит с банкротством: II + наличие недоимок в бюджет

Необходимо отметить, что в настоящее время в России проблема оценки финансового состояния предприятия является крайне актуальной, причем как для различных государственных ведомств, контролирующей деятельность хозяйствующих субъектов, так и для менеджмента самого предприятия. Проблема оценки финансового состояния действительно существует, поскольку в современной российской науке до сих пор так и не выработано единого подхода к проведению такого рода анализа. Однако следует отметить, что попытки систематизировать подход к финансовому анализу существуют (см., например, Методические указания по проведению анализа финансового состояния организаций, разработанные Федеральной службой по финансовому оздоровлению), но предлагаемые методики не всегда позволяют получить реальную картину финансового состояния предприятия.

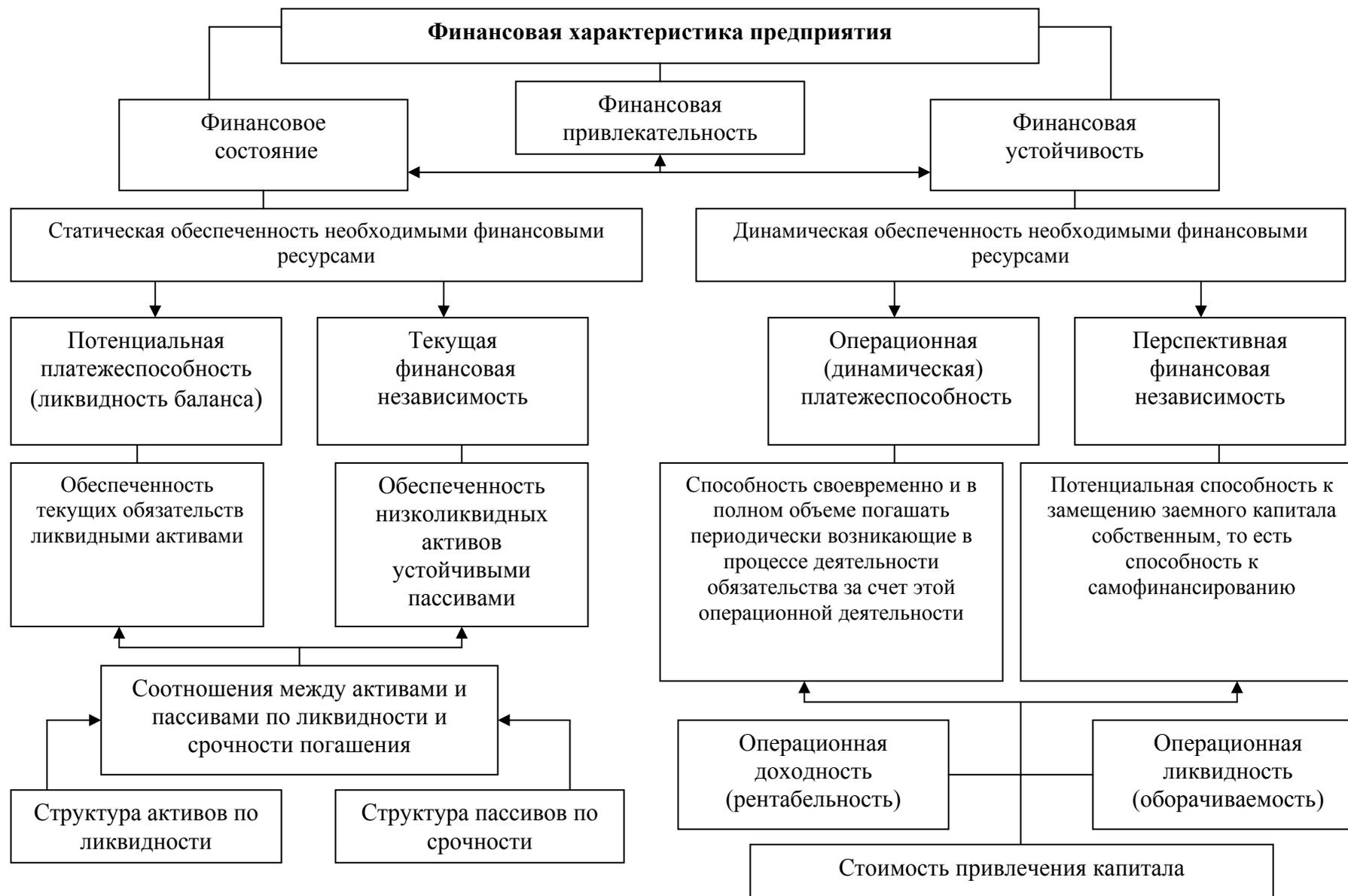


Рисунок 1.1. Финансовая характеристика предприятия

Содержание финансовой деятельности проявляется через финансовые отношения и выражается финансовыми ресурсами. Финансовые отношения определяются социально-экономическими отношениями соответствующей экономической формации, природой и функциями государства [84,86]. В рыночной экономике они стали инструментом приспособления к новым явлениям внутренней и внешней жизни организации, новым условиям воспроизводства капитала. Финансовая деятельность предприятия не должна вступать в противоречие с финансовой деятельностью государства. Они должны работать в одном направлении, способствующем росту национального богатства [65].

Финансовая устойчивость в этом свете представляется сложной комбинацией финансового равновесия и роста ценности капитала, она обеспечивается рациональным использованием технических, материальных и людских ресурсов. Финансовое равновесие и рост ценности капитала не могут рассматриваться изолированно. Любое предприятие включает в качестве неотъемлемой составной части своего хозяйственного механизма сложные финансово-экономические образования, представляющие собой важный фактор стабильного развития производства. Сложный и многообразный круг проблем, относящихся к анализу и управлению финансовой устойчивостью, требует максимальной четкости, организованности, рациональности всех без исключения элементов, из которых складываются функции управления современным предприятием.

1.2. Взаимосвязь финансовых рисков с финансово-экономической устойчивостью предприятия

В рискологии экономический риск занимает настолько исключительную позицию, что зачастую ассоциируется с риском вообще. Проблеме экономического риска посвящена обширная литература. Работают многочисленные институты, научные и консультационные центры и фирмы, занимающиеся созданием методик и калькуляций экономических рисков. Создаются ассоциации и общества управления риском. Появились и особые виды профессиональной деятельности – риск-менеджмент, кризис-менеджмент, риск-тайкеринг [85].

Основой научного и практического интереса к экономическому риску является невозможность функционирования и развития экономики без риска. Основой бизнеса является получение прибыли, а ее получение всегда связано с той или иной степенью риска. С другой стороны, возможность применения к экономическим рискам, практически всегда допускающим количественное выражение, математических методов исследования также способствовало развитию их изучения.

Вместе с тем определенных уточнений требует терминология, связанная с рисками. Так, одним из возможных толкований многогранного понятия риск часто выступает «потенциальная угроза» (например, «риск неплатежеспособности»). Однако реализация этой угрозы зависит от того,

произойдет или нет определенное событие. В целом оценка возможности (вероятности) позитивного или негативного итога развития зависит и от того, насколько предприятие способно в принципе преодолевать неблагоприятные ситуации, и от вероятности собственно появления таких ситуаций. Здесь же имеет смысл упомянуть и о двойственности природы риска: его объективная природа обуславливается реально существующей неопределенностью внешней и внутренней среды (предприятия); оценка риска и выбор на ее основе конкретных управленческих альтернатив есть проявление его субъективности. Приводимые соображения представляются существенными при толковании совокупности значений системы показателей финансово-хозяйственной деятельности предприятия.

О важности изучения и учета экономического риска говорит уже то, что само слово «риск» в современном его понимании возникло в экономике, а точнее в сфере торгового мореплавания, которое особенно активно начало развиваться в XV веке, и было связано с огромными опасностями и чрезвычайно большой степенью неопределенности. Следует при этом отметить, что востребованность нового слова «риск» было обусловлено не только экономическими факторами, но и изменением мировоззренческих установок людей [90,101].

В последовательно сменяющихся общественно-экономических формациях менялось смысловое наполнение отношения к риску – от непосредственной угрозы жизни в первобытном общественном сознании к имущественному ущербу и далее к формированию морального аспекта риска при феодальной общественно-экономической формации. Вместе с тем в феодальной формации произошло зарождение такой концепции риска как шанс или удача. При капиталистической социально-экономической формации произошло зарождение теории риска: впервые введено понятие риска в науку, дано его определение как экономической категории, определены источники и виды риска. Были предприняты попытки количественного измерения риска. Понятие «риск» стало обыденным для общества, и было признано в качестве неотъемлемой составляющей любой предпринимательской деятельности в условиях неопределенности.

При социализме к середине 1930-х г.г. в СССР категория риска была объявлена буржуазной, присущей исключительно капиталистическому обществу, и по идеологическим причинам была вычеркнута из научной, технической и справочной литературы СССР. Вероятно, основным аргументом против существования риска в советском государстве было функционирование административно-плановой экономики, которая, по определению, должна была исключить возникновение какой-либо неопределенности развития страны в будущем, а, следовательно, и риска. Несмотря на идеологический запрет, риск как объективно существующее явление окружающего мира не мог исчезнуть ни из повседневной жизни людей, ни из экономической деятельности государства. Представления людей той эпохи о риске в лучшей степени отражает определение, данное в толковом Словаре русского языка С.И. Ожегова: «1. Возможная опасность. ... 2. Действие наудачу в надежде на счастливый

исход.». Приведенное определение свидетельствует как о негативном (опасность, угроза), так и о позитивном (удача, шанс) отношении к риску в советском обществе.

Принимая во внимание результаты эволюции взглядов и представлений по отношению к риску, можно заключить, что риск представляет собой межформационную экономическую категорию, свойственную всем без исключения общественно-экономическим формациям.

Анализ современной экономической литературы, посвященной проблеме риска [4,8,12,32,38,41], показывает, что среди исследователей нет единого мнения относительно определения предпринимательского риска. Так, Двас Г.В. дает следующее определение понятия «риск»: риск – это объективно-субъективная и экономико-вероятностная категория, отражающая степень успеха (неудачи) предприятия в достижении своих целей с учетом влияния контролируемых и неконтролируемых факторов [38]. В книге «Риски в современном бизнесе» [31] отмечается: под «риском» понимается вероятность (угроза) потери предприятием части своих ресурсов, недополучения доходов или появления дополнительных расходов в результате осуществления производственной или финансовой деятельности.

Риск - это вероятность потерь (убытков или недополученных доходов) по сравнению с вариантом, предусмотренным прогнозом (планом, программой) в связи с неустойчивостью и неопределенностью экономической среды [4].

В литературе [29,74,79,92] существует три основных точки зрения, признающие или субъективную, или объективную, или субъективно-объективную природу риска. По нашему мнению, наиболее правильный подход – это субъективно-объективный, так как основным аргументом для его обоснования является тот факт, что поскольку группа, коллектив и т.д. в процессе деятельности включаются в субъективные отношения, то и сама деятельность имеет как субъективную, так и объективную стороны.

Риск всегда связан с выбором определенных альтернатив и расчетом вероятности их результата – в этом проявляется его субъективная сторона. Вместе с тем, величина риска и объективная величина, поскольку она является формой количественно-качественного выражения реально существующей неопределенности.

Анализ многочисленных определений риска позволяет выявить основные моменты, которые могут являться характерными для рискованной ситуации, такие как:

- случайный характер события, который определяет, какой из возможных исходов реализуется на практике (наличие неопределенности);
- возможность принятия одного из альтернативных решений;
- вероятность (возможность) возникновения убытков;
- вероятность получения дополнительной прибыли.

Исследование рисков связано с определением вероятности исходов и ожидаемых результатов.

Отметим, что промышленное предприятие сталкивается с совокупностью различных видов риска, которые различаются между собой по

множеству признаков, взаимосвязанных между собой. Поэтому классификация рисков достаточно важный элемент их анализа; при этом цели и задачи исследования приводят к различным системам классификации рисков.

Риски можно сгруппировать по источникам возникновения (непосредственно хозяйственная деятельность; деятельность менеджмента организации; анализ состояния внутренней и внешней среды), по сферам возникновения рисков (внешние, внутренние). При этом источником возникновения внешнего риска является внешняя по отношению к предприятию среда, а источником внутреннего риска является деятельность самого хозяйствующего субъекта. По времени возникновения необходимо различать проектный и текущий риски.

Г. Клейнер при классификации рисков выделяет предпринимательский риск [51], возникающий при любых видах деятельности, связанных с производством и реализацией товаров, товарно-денежными и финансовыми операциями, коммерцией, осуществлением социально-экономических и научно-технических проектов. К числу наиболее важных видов предпринимательского риска Г. Клейнер относит операционный (производственный), коммерческий, финансовый риски [51].

Представляет интерес классификация рисков, предложенная Шапкиным А.С. [94], которая приведена на рисунке 1.2. Данная классификация, по нашему мнению, не может претендовать на универсальность, поскольку рассматривает риск с точки зрения одного элемента классификации – по характеру последствий, хотя в этом плане она является информационно емкой и практически исчерпывающей.

Составной частью коммерческих рисков являются финансовые риски.

Финансовый риск – сложная экономическая категория, связанная с осуществлением хозяйственной деятельности [13].

По мнению М.И. Баканова и др.[9], «финансовый риск – это возможность того, что инвестиция не сможет произвести денежного потока, достаточного для покрытия расходов по обслуживанию долга (своевременных выплат процентов и основной суммы), а также для обеспечения необходимой прибыльности фирмы». Однако, по нашему мнению, данное определение сужает понятие «финансовый риск» рамками инвестиционной деятельности.

С понятием финансового риска непосредственно связано понятие ущерба (убытков). Если риском является только возможное отрицательное отклонение, то ущерб – это действительное отрицательное фактическое отклонение. Через ущерб, полученный предпринимателем, реализуется риск, приобретая конкретное реальное выражение.

По мнению И.Т. Балабанова, «финансовые риски связаны с вероятностью потерь финансовых ресурсов (т.е. денежных средств)»[11]. Э.А. Уткин отмечает, что финансовый риск, который возникает в сфере отношений предприятия с банками и другими финансовыми институтами, особенно важен для условий России [86].

Помимо общих характеристик, отмеченных выше, при анализе финансового риска следует учитывать и ряд других характеристик:

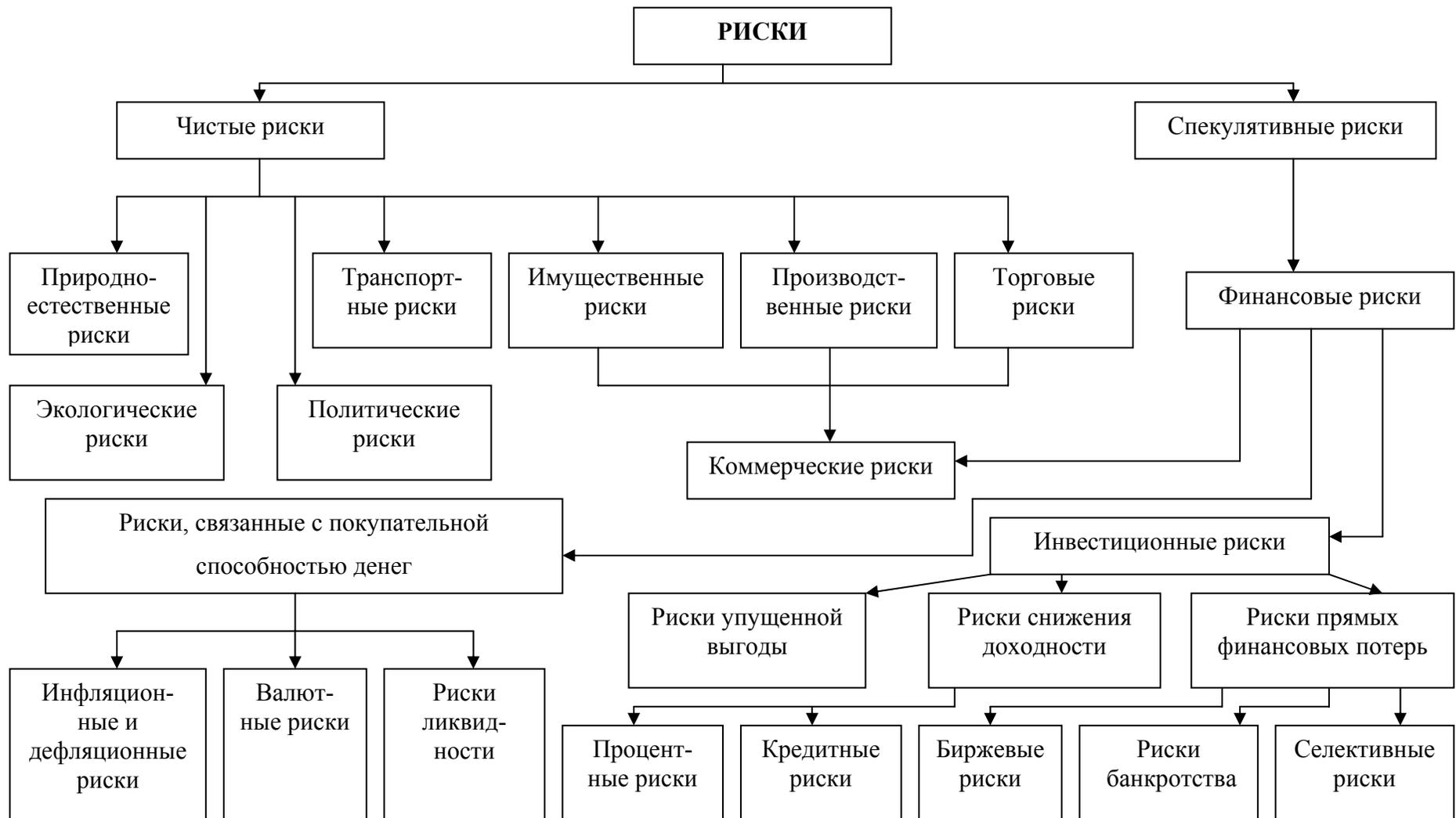


Рисунок 1.2. Классификация рисков

□ Экономическая природа.

Финансовый риск проявляется в сфере экономической деятельности предприятия. Финансовый риск связан с формированием доходов и финансовых результатов предприятия, характеризуется возможными денежными потерями в процессе осуществления экономической деятельности. Финансовый риск определяется как категория экономическая, занимая определенное место в системе экономических категорий.

□ Объективность проявления.

Финансовый риск является неотъемлемой частью всех финансовых операций и присущ всем направлениям деятельности предприятия. Объективная природа проявления финансового риска остается неизменной.

□ Субъективность оценки.

Несмотря на то, что проявления финансового риска имеют объективную природу, основной показатель финансового риска – уровень риска – носит субъективный характер. Как уже отмечалось, такие важные свойства как вероятность и величина ущерба являются основой оценки риска. Субъективность оценки риска обусловлена различным уровнем достоверности управленческой информации, профессиональным опытом и квалификацией финансовых менеджеров и другими факторами.

□ Изменчивость уровня.

Риск не является постоянной величиной. Уровень финансового риска изменчив. Прежде всего, он изменяется во времени. Кроме того, показатель уровня финансового риска значительно изменяется под воздействием многочисленных объективных и субъективных факторов, воздействующих на риск.

На современном этапе развития экономики частными случаями проявления финансового риска являются следующие риски [25,76,99]:

□ *риск снижения финансовой устойчивости предприятия*, который генерируется несовершенством структуры капитала (т.е. чрезмерной долей используемых заемных средств), порождающим несбалансированность по объемам положительного и отрицательного денежных потоков предприятия. В составе финансовых рисков по степени опасности (генерирования угрозы банкротства предприятия) этот вид риска играет ведущую роль. Природа этого риска и формы его проявления рассмотрены в процессе исследования действия механизма финансового леввериджа;

□ *риск неплатежеспособности* (несбалансированной ликвидности) предприятия, который генерируется снижением уровня ликвидности оборотных активов, порождающим разбалансированность положительного и отрицательного финансовых потоков предприятия;

□ *инвестиционный риск*, характеризующий возможность возникновения финансовых потерь в процессе осуществления инвестиционной деятельности предприятия. Так как инвестиционный риск связан с возможной потерей капитала предприятия, он также включается в группу наиболее опасных финансовых рисков;

□ *инфляционный риск*, который в условиях инфляционной экономики выделяется в самостоятельный вид финансовых рисков и характеризуется возможностью обесценивания реальной стоимости капитала, а также ожидаемых доходов от осуществления финансовых операций в условиях инфляции. Инфляция обесценивает активы предприятия и будущие поступления денежных средств за отгруженную продукцию, а также влияет на уровень цен на сырье. Этому виду риска должно уделяться постоянное внимание;

□ *процентный риск* состоит в непредвиденном изменении процентной ставки на финансовом рынке (как депозитной, так и кредитной). Причинами возникновения данного вида риска является изменение конъюнктуры финансового рынка под воздействием государственного регулирования, рост или снижение предложения свободных финансовых ресурсов и другие факторы. Отрицательные финансовые последствия этого риска проявляются в эмиссионной деятельности предприятия (при эмиссии акций и облигаций), в его дивидендной политике, в краткосрочных финансовых вложениях и некоторых других финансовых операциях;

□ *валютный риск* присущ предприятиям, ведущим внешнеэкономическую деятельность. Он проявляется в недополучении предусмотренных доходов в результате непосредственного воздействия изменения обменного курса валюты, используемой при внешнеэкономических расчетах предприятием;

□ *депозитный риск* отражает возможность невозврата депозитных вкладов и связан с неправильной оценкой устойчивости и выбором коммерческого банка для осуществления депозитных операций;

□ *кредитный риск* имеет место в финансовой деятельности предприятия или при предоставлении им товарного кредита покупателям. Формой его проявления является риск неплатежа или несвоевременного расчета за отпущенную в кредит готовую продукцию;

□ *налоговый риск* имеет ряд проявлений: вероятность (возможность) 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 налоговых платежей, вероятность (возможность) отмены действующих налоговых льгот в сфере хозяйственной деятельности предприятия;

□ *структурный риск* генерируется финансированием текущих издержек, обуславливающим сравнительно высокий удельный вес постоянных затрат в общей их сумме. Отметим, что фактически структурный риск является операционным риском. Природа этого риска и формы его проявления рассмотрены в процессе исследования действия механизма операционного леввериджа;

□ *прочие виды рисков* довольно обширны, но по вероятности (возможности) возникновения и уровню финансовых потерь они не столь значимы для предприятия, как рассмотренные выше. К ним относятся риски стихийных бедствий, криминогенные и другие аналогичные 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 несовершенством обслуживания, эмиссионный риск и другие.

Вышеприведенная классификация финансовых рисков, по нашему мнению, является достаточно исчерпывающей.

На рисунке 1.3 приведена классификация рисков предприятия, учитывающая несколько основных признаков [25]. Так как финансовые риски можно подразделить на внешние и внутренние (рисунок 1.3), то в этом аспекте к внешним финансовым рискам отнесем инфляционный риск, степень которого очевидно определяется более государственной финансовой политикой и макроэкономической ситуацией в стране, нежели действиями отдельно взятого хозяйствующего субъекта. Соответственно, к внешним финансовым рискам отнесем процентный и валютный риски, присущие национальному финансовому рынку в целом, налоговый риск, связанный с фискальной политикой государства (несомненно большая его значимость для компаний производственного сектора в современных условиях), криминогенный риск и прочие виды рисков, имеющие свою специфику на современном этапе развития экономики, но не ключевые для финансовой деятельности предприятия.

Собственно к внутрифирменным финансовым рискам в этом случае можно отнести риск снижения финансовой устойчивости (или риск нарушения финансового развития) предприятия, риск неплатежеспособности (или риск несбалансированной ликвидности). Также сюда следует отнести структурный (или операционный) риск, который связан с производственно-коммерческой деятельностью и выходит за рамки чисто финансового риска, однако зависит от локальных решений финансового менеджмента и должен быть отнесен к внутрифирменным финансовым рискам, а также риск реального инвестирования, который связан с освоением собственных и привлеченных финансовых ресурсов в инвестиционных проектах внутри компании. В составе этого риска выделялись 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 др. Несмотря на большое значение этого риска значительную трудность представляет его полномасштабная и всесторонняя оценка. Действительно, управленческие решения, воздействующие на этот риск, лишь частично затрагивают сферу финансовой деятельности предприятия и находятся в области взаимодействия с контрагентами инвестиционного процесса (поставщиками и подрядчиками), управления персоналом и т. п.

ПО ВИДАМ	Производственный риск Коммерческий риск Финансовый риск
ПО ХАРАКТЕРИЗУЕМОМУ ОБЪЕКТУ	Риск отдельной операции Риск различных видов деятельности Риск деятельности предприятия в целом
ПО СОВОКУПНОСТИ ИССЛЕДУЕМЫХ ИНСТРУМЕНТОВ	Индивидуальный риск Совокупный риск
ПО КОМПЛЕКСНОСТИ ИССЛЕДОВАНИЯ	Простой риск Сложный риск
ПО ИСТОЧНИКАМ ВОЗНИКНОВЕНИЯ	Внешний (систематический) риск Внутренний (несистематический) риск
ПО ФИНАНСОВЫМ ПОСЛЕДСТВИЯМ	Риск, влекущий экономические потери Риск, влекущий упущенную выгоду Риск, влекущий потери и дополнительные доходы
ПО ХАРАКТЕРУ ПРОЯВЛЕНИЯ ВО ВРЕМЕНИ	Постоянный риск Временный риск
ПО УРОВНЮ ФИНАНСОВЫХ ПОТЕРЬ	Допустимый риск Критический риск Катастрофический риск
ПО ВОЗМОЖНОСТИ ПРЕДВИДЕНИЯ	Прогнозируемый риск Непрогнозируемый риск
ПО ВОЗМОЖНОСТИ СТРАХОВАНИЯ	Страхуемый риск Нестрахуемый риск

Рисунок 1.3. Классификация финансовых рисков предприятия

В таблице 1.2 нами предложен перечень финансовых рисков, характерных для различных видов деятельности.

Таблица 1.2

Финансовые риски, характерные для различных видов деятельности

Виды рисков	Виды деятельности		
	инвестиционная	производственная	торговая
Внешние финансовые риски			
<input type="checkbox"/> Процентный	*	*	*
<input type="checkbox"/> Инфляционный	*	*	*
<input type="checkbox"/> Налоговый	*	*	*
<input type="checkbox"/> Валютный	*		*
<input type="checkbox"/> Депозитный	*		
Внутренние финансовые риски			
<input type="checkbox"/> Снижения финансовой устойчивости		*	*
<input type="checkbox"/> Неплатежеспособности	*	*	*
<input type="checkbox"/> Инвестиционный		*	
<input type="checkbox"/> Структурный		*	

При этом крайне важно знать источник риска, откуда может появиться угроза запланированному ходу событий (движению к цели). Поскольку абсолютное знание необходимой информации невозможно, то желательно, по крайней мере, иметь свод известных на сегодняшний день факторов риска. При управлении предприятием решения руководства относятся к одному из трех типов: стратегическому, тактическому и оперативному. Поэтому факторы риска можно распределить соответственно этим типам.

На любом уровне принимаемых решений будут присутствовать как внешние, так и внутренние для данного предприятия факторы риска. Однако для успешной реализации стратегических решений роль внешних факторов риска значительно выше, чем для реализации тактических и оперативных решений. Классификация факторов риска представлена на рисунке 1.4.

К внешним факторам, оказывающим влияние на уровень финансовых рисков можно отнести: уровень экономического развития страны, государственное регулирование финансовой деятельности фирмы, темпы инфляции в стране, конъюнктура спроса и предложения на финансовом рынке, уровень конкуренции в отдельных сегментах финансового рынка, экономическое положение в отрасли деятельности, уровень криминогенной обстановки в регионе деятельности.

К внутренним факторам отнесем следующие: основные направления финансовой стратегии, размер собственного капитала фирмы, состав используемых активов фирмы, использование финансовых ресурсов фирмы,

виды используемых фирмой финансовых инструментов, уровень квалификации финансовых менеджеров фирмы.



Рисунок 1.4. Факторы риска предприятия

Выявление и идентификация факторов риска относится к числу наиболее важных в настоящее время задач экономического анализа и управления деятельностью промышленного предприятия. Приведенная классификация позволяет не столько перечислить все факторы риска, сколько создать определенную систему, которая позволяла бы не упустить отдельные факторы при анализе совокупного риска и профиля риска предприятия. Структурированное описание возможных источников риска в конкретных условиях позволит сузить поле проявления неучтенных факторов и разработать соответствующий методический сценарий. Вместе с тем для конкретного предприятия на основе такого задела, по нашему мнению, можно было бы приступить к планомерной разработке мероприятий, ослабляющих нежелательное действие факторов риска, и тем способствовать установлению режима экономически безопасного функционирования.

В целом имеющиеся в экономической литературе классификации рисков по различным критериям достаточно содержательны и подробны

[58,59,66,74,80,104]; вместе с тем для решения задач исследования необходимо сделать акцент на следующих компонентах таких классификаций.

1. Прежде всего, следует обратить внимание на различие рисков по природе (характеру проявления): стохастической – подчиняющейся известным статистическим закономерностям – или иной. В данном исследовании принимается, что воздействующие на деятельность предприятия финансовые риски являются стохастическими и тем самым полученные результаты применимы только к этому случаю. Отметим, что близкой по смыслу является классификация рисков по возможности предвидения (прогнозируемые – непрогнозируемые). Результат классификации данного пункта определяет возможности и способы количественного оценивания степени рисков.

2. Имеет значение структура риска: риск может быть простым (первичным, индивидуальным) и сложным (составным, совокупным). При анализе конкретных рисков следует особое внимание уделить структуре рисков, выделяя по возможности простые риски. Здесь полезно привлечь и классификацию рисков по исследуемому объекту (риск отдельной операции; отдельных видов деятельности; риск деятельности предприятия в целом). Для *простых* рисков те или иные оценки степени риска могут быть, как правило, получены непосредственно; для сложных рисков такие оценки являются вторичными по отношению к характеристикам первичных простых рисков и тем самым требуют специальных (индивидуальных) приемов отыскания.

3. Следует внимательно изучить возможную взаимозависимость проявлений отдельных видов рисков, поскольку наличие такой взаимозависимости может существенно изменить расчет степени сложных рисков. Это, безусловно, верно по отношению к рискам, имеющим стохастическую природу.

По нашему мнению, в литературе, посвященной финансовому анализу, не уделяется достаточного внимания исследованию финансовых рисков в деятельности предприятия как фактора повышения его финансовой и вообще экономической устойчивости. Вместе с тем в работах, посвященных вопросам финансово-экономической устойчивости, недостаточно подробно анализируются рискованные ситуации. Наибольшее внимание уделяется уже сложившемуся состоянию, а прогнозированию и предотвращению критических ситуаций – чрезвычайно мало.

Возможность оценки и управления финансовыми рисками является реальным шансом повышения финансовой устойчивости предприятия.

Финансово-экономическое состояние предприятия характеризуется размещением и использованием средств (активов) и источниками их формирования (собственного капитала и обязательств, т.е. пассивов). Основными факторами, определяющими финансовое состояние, являются, во-первых, выполнение финансового плана и пополнение по мере возникновения потребности собственного оборотного капитала за счет прибыли и, во-вторых, скорость оборачиваемости оборотных средств (активов). Сигнальным показателем, в котором проявляется финансовое состояние, выступает платежеспособность предприятия. Поскольку выполнение финансового плана

зависит в основном от результатов производственной и хозяйственной деятельности в целом, то можно сказать, что финансовое положение определяется всей совокупностью хозяйственных факторов и является наиболее обобщающим показателем.

Рассмотрев виды финансовых рисков, оценим их влияние на предприятие. Ранжирование финансовых рисков по степени влияния на финансово-хозяйственное положение предприятия представлено нами в таблице 1.3.

Таблица 1.3

Степень влияния финансовых рисков на финансово-хозяйственное положение предприятия

Степень финансового риска	Финансовый результат	Положение на графике
Нулевой	Гарантированный финансовый результат в размере расчетной суммы операционной прибыли	Точка полной расчетной прибыли
Минимальный	Возможные финансовые потери в размере расчетной суммы операционной прибыли	Точка минимальной расчетной прибыли
Повышенный	Возможные финансовые потери в размере расчетной суммы операционных издержек	Точка безубыточности
Критический	Возможные финансовые потери в размере расчетной суммы операционного дохода	Точка бездоходности
Катастрофический	Возможные финансовые потери в размере суммы операционных активов	Точка банкротства

Группировка операций предприятия по уровню риска позволяет определить, какие из них находятся за пределами уровня повышенного финансового риска (особенно в зоне кризисного риска) с тем, чтобы еще раз взвесить целесообразность проведения различных операций.

В условиях рыночной неопределенности риску подвержено любое предприятие независимо от формы собственности и сферы хозяйствования. Возникает потребность в определенном механизме, который позволил бы наилучшим из возможных способов с точки зрения поставленных предприятием целей учитывать риск при принятии и реализации хозяйственных решений. Таким механизмом является управление рисками (риск-менеджмент).

Управление риском (риск-менеджмент) как специфическую область менеджмента можно охарактеризовать как совокупность методов, приемов, мероприятий, позволяющих в определенной степени прогнозировать наступление рискованных событий и принимать меры к преодолению (исключению или снижению) отрицательных последствий наступления таких событий [83,105]. Здесь важно понять, что риск менеджмент - это процесс, а не набор однократных действий.

Основная цель управления риском в современных российских условиях состоит в том, чтобы предупредить банкротство предприятия и обеспечить получение прибыли при наименьших потерях. Таким образом, цель несколько трансформирована по сравнению с зарубежной теорией и практикой управления риском.

Целью управления финансовыми рисками (а это специфическая область «риск менеджмента») предприятия является предвидение и нейтрализация негативных финансовых последствий рисков, связанных с их идентификацией, оценкой, страхованием [45,73,100].

Существуют приемы управления рисками (способы реакции на рисковую ситуацию). Это возможности, которые имеются у предприятия для того, чтобы на практике воздействовать на риск, снижая вероятность связанных с ним потерь и их потенциальную величину.

На уровень риска предприятия можно воздействовать различными методами. Самый прямой из них - снижение вероятности наступления неблагоприятных событий или их последствий путем принятия технических или организационных мер. Другой метод – сохранение риска, то есть создание финансовых механизмов компенсации ущерба, например: создание резервных финансовых фондов (фондов самострахования), страхование, государственное финансирование мероприятий по ликвидации чрезвычайных ситуаций.

Многообразие применяемых на практике способов реакции на риск можно объединить в несколько групп [19,41,64,94], а именно:

- методы уклонения от риска;
- методы локализации риска;
- методы распределения риска;
- методы компенсации риска.

Методы уклонения от риска наиболее распространены в хозяйственной практике. Этими методами пользуются предприниматели, предпочитающие действовать наверняка, не рискуя. Руководители этого типа отказываются от услуг ненадежных партнеров, стремятся работать только с убедительно подтвердившими свою надежность контрагентами потребителями и поставщиками, стараются не расширять круг партнеров и т.п.

Хозяйствующие субъекты, придерживающиеся тактики "уклонения от риска" отказываются от инновационных и иных проектов, уверенность в выполнимости или эффективности которых вызывает хотя бы малейшие сомнения. Но уклонение от одного вида риска может привести к возникновению других. Поэтому, данный способ применим лишь в отношении очень серьезных и крупных рисков.

Методы локализации риска используют в тех случаях, когда удастся достаточно четко и конкретно вычленив и идентифицировать источники риска. Выделив экономически наиболее опасный этап или участок деятельности, можно сделать его контролируемым и таким образом снизить уровень финального риска предприятия.

Методы распределения риска представляют собой более гибкие

инструменты управления. Один из основных методов распределения заключается в распределении общего риска путем объединения (с разной степенью интеграции) с другими участниками, заинтересованными в успехе общего дела. Предприятие имеет возможность уменьшить уровень собственного риска, привлекая к решению общих проблем в качестве партнеров другие предприятия и даже физические лица. Для этого могут создаваться акционерные общества, финансово-промышленные группы. Объединяя усилия в решении проблемы, несколько фирм могут разделить между собой как возможную прибыль, так и убытки от ее реализации.

Еще одно направление борьбы с различными угрожающими ситуациями, связанное с созданием механизмов предупреждения опасности, представлено группой методов компенсации риска. По виду воздействия их относят к упреждающим методам. Эти методы, как правило, более трудоемки, требуют обширной предварительной аналитической работы, от полноты и тщательности которой зависит эффективность их применения.

К наиболее эффективным методам этого типа относится использование в деятельности предприятия стратегического планирования. Как средство компенсации риска стратегическое планирование дает эффект в том случае, если процесс разработки стратегии пронизывает буквально все сферы деятельности предприятия.

Для нейтрализации финансовых рисков, кроме вышеприведенных методов, используют также [88]:

- метод страхования риска;
- метод хеджирования;
- метод диверсификации.

Страхование финансовых рисков – это страхование, предусматривающее обязанности страховщика по страховым выплатам в размере полной или частичной компенсации потерь доходов лица, в пользу которого заключен договор страхования, вызванных следующими событиями: остановка производства или сокращение объема производства в результате оговоренных в договоре событий; банкротство; непредвиденные расходы, понесенные застрахованным лицом судебные расходы; иные события. Страхование финансовых рисков относится к имущественному страхованию.

Хеджирование – новый способ компенсации возможных потерь от наступления финансовых рисков. Хеджирование используется фирмой с целью страхования прогнозируемого уровня дохода путем передачи риска другой стороне. Используют хеджирование с использованием опционов, хеджирование с использованием фьючерсных и форвардных контрактов, а также хеджирование с использованием т.н. операции «своп».

Диверсификация позволяет снижать отдельные виды финансовых рисков: кредитный, валютный, депозитный. Виды диверсификации: диверсификация финансовой деятельности фирмы; диверсификация портфеля ценных бумаг; диверсификация валютной корзины фирмы; диверсификация финансового рынка.

Можно рекомендовать следующую упрощенную схему управления финансовыми рисками для экономического субъекта:

Идентификация риска:

- определение опасностей;
- изучение выявленных рисков;
- исследование факторов риска.

Измерение риска:

- определение степени вероятности;
- определение размеров ущерба

Контроль:

- применение метода управления;
- контроль за результатами.

1.3. Методы оценки финансовых рисков предприятия. Концепция леввериджа

Как уже отмечено, экономические риски и, в частности, финансовые риски допускают количественную оценку, расчет их количественных характеристик, таких, как вероятность наступления неблагоприятных событий, возможный размер ущерба, его вариабельность и других.

В экономике разработана обширная система методов оценки вероятности возникновения финансовых рисков, однако, чаще всего используются следующие методы [40,44,88,92]:

- экспертный;
- статистический;
- аналоговый;
- расчетно-аналитический.

Статистический метод является достаточно распространенным методом количественного измерения риска. Применимость данного метода основывается на предположении о том, что любая конкретная реализующаяся (экономическая) ситуация есть продукт взаимодействия многих разрозненных частных причин, в совокупности подчиненных статистическим закономерностям массовых случайных явлений. В рамках этого подхода можно рассматривать вероятность события (проявляющуюся в устойчивости относительных частот появления данного события), среднеожидаемым значение исследуемой величины, а также ее дисперсию (или сренеквадратическое отклонение), характеризующую возможный «разброс» будущих значений величины относительно среднего и т.д.

Развитый математический инструментарий является существенным преимуществом данного метода; вместе с тем значительные трудности возникают при обработке качественной информации, а также при оценке уникальных бизнес-проектов. Также малоинформативны результаты исследования объектов с малым сроком функционирования.

Экспертные методы оценки уровня финансового риска базируются на мнении квалифицированных специалистов с последующей математической

обработкой результатов исследования. Одной из главных причин для их применения является недостаточная обоснованность выполнения предпосылок методов математической статистики (теории вероятностей).

Экспертные методы оценки широко используются при исследовании инфляционного, инвестиционного, валютного и некоторых других рисков.

Метод аналогий используется в том случае, если другие методы оценки риска неприемлемы. При использовании аналогов применяются базы данных о риске аналогичных проектов или сделок, исследовательских работ проектно-изыскательных учреждений. Полученные данные обрабатываются для выявления зависимостей в законченных проектах с целью учета потенциального риска при реализации нового проекта или сделки. В условиях отсутствия значительного накопленного опыта и информационного массива применение данного метода в отечественных условиях пока отличается низкой эффективностью.

Расчетно-аналитические методы позволяют оценить вероятность (возможность) возникновения финансовых рисков, возможную величину ущерба и другие характеристики рисков на основе использования внутренней информационной базы самой фирмы – посредством системы показателей, характеризующих финансовую деятельность фирмы. С помощью этих методов рассчитываются коэффициенты деловой активности, финансовой устойчивости; определяется вероятность наступления банкротства; в целом анализируется уровень финансового развития.

Использование расчетно-аналитических методов для оценки рисков является эффективным при наличии критерия, позволяющего:

- учесть факторы риска;
- оптимизировать целевые показатели;
- охарактеризовать целевые показатели в комплексе с факторами риска;
- служить базой формирования финансовой стратегии и принятия управленческих решений;
- обладать пространственно-временной сопоставимостью;
- отражать не только фактическое положение, но и позволять прогнозировать ситуацию;
- учитывать специфику условий хозяйствования.

По отношению к оценке финансовых рисков, которые часто можно характеризовать вероятностью появления, среднеожидаемым значением ущерба и его среднеквадратичным отклонением, наиболее привлекательными представляются показатели, позволяющие рассчитать или, по крайней мере, оценить аналогичные характеристики «выходных» параметров (в первую очередь выручки от реализации и прибыли).

Определенными преимуществами в этом плане, подробно обсуждаемыми в последующем изложении, обладают критерии левериджа, которые характеризуют соотношение «доходность – ликвидность – риск» в разрезе операционной и финансовой деятельности предприятия, а также

комплексно отражают результаты выполнения управленческих решений предприятия.

В рамках данного исследования внутренний финансовый риск предприятия можно выразить комбинированием финансового и операционного рисков. Соответственно, оценка финансового риска связана с финансовым левериджем (Degree of Financial Leverage – DFL), а операционного риска – с операционным левериджем (Degree of Operating Leverage – DOL). Их произведение, или операционно-финансовый леверидж (Degree of Combined Leverage – DCL) характеризует внутренний финансовый риск в совокупности.

Концепция левериджа исследована многочисленными отечественными (И.А. Бланк, О.В. Ефимова, М.Н. Крейнина, Э.А. Уткин и другие) и зарубежными учеными (Б. Коласс, Э. Хелферт и другие); существует ряд трактовок действия финансового и операционного левериджа и методик их расчета, основные моменты которых кратко излагаются ниже; во второй и третьей главах раскрываются более подробно некоторые существенные, по нашему мнению, преимущества и особенности данного показателя [13,42,54,56,86,87,88,93].

1. ФИНАНСОВЫЙ ЛЕВЕРИДЖ (динамический подход):

Показатель левериджа представлен в виде коэффициентов эластичности, измеряющих чувствительность финансового результата деятельности в динамике (с использованием данных отчетного и предшествующего ему периодов).

Финансовый леверидж определяется как эластичность чистой прибыли предприятия по отношению к валовой прибыли (прибыли до уплаты процентов за пользование заемными средствами и налога на прибыль) и измеряется показателем отношения темпа изменения чистой прибыли до вычета процентов по кредитам и налога на прибыль [49,50,51,78].

$$DFL = (\Delta NI / NI) / (\Delta GI / GI), \quad (1.1)$$

где ΔNI – изменение чистой прибыли за отчетный период, руб.;

ΔGI – изменение валовой прибыли (до вычета процентов и налога на прибыль) в отчетном периоде, руб.;

NI – чистая прибыль в отчетном периоде, руб.;

GI – валовая прибыль в отчетном периоде, руб.

В данном случае результат расчета показывает, на сколько процентов изменяется чистая прибыль, когда валовая прибыль изменяется на 1%. Таким образом, эффект финансового левериджа (DFL) является мерой эластичности чистой прибыли по валовому доходу.

При определенных предположениях формулу (1.1) можно преобразовать к виду:

$$DFL = GI / (GI - r * E), \quad (1.2)$$

где r – усредненная процентная ставка по кредитам, выраженная десятичной дробью;

E – сумма заемного капитала, руб.

Преобразование формулы DFL к виду (1.2) показывает, что использование заемного капитала увеличивает относительную вариацию чистой прибыли. Преимущества расчета показателя по данной формуле, очевидно, в простоте расчета (нет влияния уровня налогообложения) и интерпретация показателя (величина эффекта левириджа напрямую зависит от суммы процентов, уплачиваемых по кредитам). Однако имеются и недостатки применения данной модели; в частности, допущение, что проценты по ссудам и займам за период являются постоянной величиной, необходимое для упрощения формулы (1.1) в вид (1.2), не всегда правомерно. В динамике величина и стоимость заемного капитала в значительной степени переменны и значения DFL при сравнении расчетов по формулам (1.1) и (1.2) не будут совпадать.

2. ФИНАНСОВЫЙ ЛЕВЕРИДЖ (факторный подход).

Факторная трактовка финансового левириджа строится на определении его сущности как прироста рентабельности собственного капитала в результате использования заемных финансовых ресурсов. В упрощенном виде формула расчета показателя левириджа выглядит в этом случае так:

$$DFL = NI / S - GI / (S + E), \quad (1.3)$$

где S – собственный капитал, руб.

Соответственно, отношение NI / S является рентабельностью использования собственных средств, а $GI / (S + E)$ – рентабельность использования всего капитала предприятия в исследуемом периоде.

Смысл соотношения (3) в том, что пока рентабельность вложений в предприятие выше цены заемных средств, при наращивании доли внешних ресурсов рентабельность собственного капитала будет расти опережающим темпом, тем самым отражая эффективность применения заемных средств в обороте.

3. ОПЕРАЦИОННЫЙ ЛЕВЕРИДЖ (динамический подход):

Динамический подход определяет операционный левиридж как эластичность валовой прибыли предприятия (прибыли до уплаты процентов за пользование заемными средствами и налога на прибыль) по отношению к объему реализации в отчетном периоде. В этом случае DOL измеряется показателем отношения темпа изменения валовой прибыли к темпу изменения объема реализации:

$$DOL = (\Delta GI / GI) / (\Delta R / R), \quad (1.4)$$

где ΔR – изменение объема производства и реализации, руб.;

R – объем производства и реализации, руб.

В данном случае экономический смысл показателя DOL состоит в следующем – он показывает степень чувствительности прибыли до вычета

процентов и налогов к изменению объема реализации: на сколько процентов изменится валовая прибыль, если объем продаж изменится на 1%.

Рассматривая динамику данного показателя, можно определить, что для предприятия с высоким уровнем операционного левеиджа незначительное изменение объема производства может привести к существенному изменению прибыли до вычета процентов и налогов. При этом значение эффекта операционного левеиджа не является постоянным и зависит от базового уровня объема производства и реализации, от которого идет отсчет. В частности, наибольшее значение показатель DOL имеет при значении объема производства с уровнем, несущественно превышающим критический объем продаж, в этом случае даже незначительное изменение объема производства приводит к существенному относительному изменению прибыли до вычета процентов и налогов.

4. ОПЕРАЦИОННЫЙ ЛЕВЕРИДЖ (факторный подход):

Если в динамическом подходе операционный левеидж количественно характеризуется вариабельностью показателя «прибыль до вычета процентов и налогов», то в факторном варианте расчета он определяется с помощью соотношения между постоянными и переменными расходами в общей их сумме. Именно этот показатель позволяет выделить и оценить влияние стратегии управления использованием финансовых ресурсов на силу воздействия операционного левеиджа и, соответственно, на финансовые результаты деятельности фирмы:

$$DOL = R * (1 - k) / (R * (1 - k) - FC), \quad k = VC / R, \quad (1.5)$$

где: FC (fixed costs) – постоянные затраты, руб.;

VC (variable costs) - переменные затраты, руб.;

k – коэффициент соотношения переменных затрат и объема реализации, выраженный десятичной дробью.

Данная формула формируется путем преобразования формулы (1.4):

так как $GI = R - FC - VC$,

$\Delta GI = \Delta(R - FC - VC)$, то получаем:

$$DOL = ((\Delta R - FC - VC) / (R - FC - VC)) / (\Delta R / R)$$

учитывая пропорциональную зависимость переменных затрат от объема продаж, т. е. $VC = k * R$, получим:

$$DOL = ((1 - k) * \Delta R / (R * (1 - k) - FC)) / (\Delta R / R)$$

и далее приведем к виду (1.5).

Расчет показателя DOL по формуле (1.5) дает нам важные преимущества:

□ позволяет определить и прогнозировать силу воздействия операционного левеиджа в базовом периоде, так как при расчете не используются показатели темпа роста прибыли и объема продаж;

□ дает возможность выделить основные факторы для управления показателем и решения стратегической задачи оптимизации прибыли предприятия.

Очевидно, категории операционного и финансового левериджа необходимо рассматривать в комплексе, их взаимодействие раскрывается с помощью показателя операционно-финансового, или комбинированного левериджа.

Мы рассматриваем внутренний финансовый риск как единую категорию, характеризующую систему рисков предприятия, которые неразрывно связаны между собой, соответственно, характеризующие их показатели левериджа могут также рассматриваться взаимосвязано:

$$DCL = DOL * DFL , \quad (1.6)$$

где DCL – эффект комбинированного левериджа.

Комбинированный леверидж отражает влияние изменения объема продаж на динамику чистой прибыли. При этом операционный леверидж воздействует своей силой на валовой доход (прибыль до уплаты процентов и налогов), а финансовый леверидж – на сумму чистой прибыли предприятия, уровень чистой рентабельности его собственного капитала и, соответственно, на величину чистой прибыли в расчете на одну обыкновенную акцию.

В соответствии с логикой изложения мы можем выделить основные подходы к характеристике категории комбинированного левериджа.

Если операционный леверидж отражает изменение валового дохода (прибыли до налогообложения и уплаты процентов) в зависимости от изменения объемов производства и продаж, а финансовый леверидж – вариацию чистой прибыли в зависимости от изменения валового дохода, то в системе операционный и финансовый левериджи показывают, как изменяется чистая прибыль в зависимости от относительного изменения объема продаж:

$$DCL = (\Delta NI / NI) / (\Delta R / R) , \quad (1.8)$$

Покажем взаимосвязь с выражением (1.7). Исходя из формул:

$$DFL = (\Delta NI / NI) / (\Delta GI / GI),$$

$$DOL = (\Delta GI / GI) / (\Delta R / R),$$

$$\text{получаем } DCL = DFL * DOL$$

Результаты расчета комбинированного левериджа указывают на уровень совокупного внутрифирменного риска, связанного с предприятием и отвечают на вопрос, на сколько процентов изменяется чистая прибыль при изменении объема продаж на 1%.

Недостатки выражения комбинированного левериджа в виде (1.7) связаны с динамическим подходом к рассмотрению финансового и операционного левериджей и проанализированы нами ранее. Естественным было бы предложить другой подход, связанный с факторной трактовкой. Поэтому мы предлагаем представить комбинированный леверидж в виде

комплексной многофакторной формулы, раскрывающей основные причины рискованной ситуации и наиболее подходящей для принятия управленческих решений:

$$DCL = ((GI / (E + S) - r) * E / S) * (R / (R - FC / (1 - k))), \quad (1.9)$$

Выводы, сделанные нами при рассмотрении общего подхода к комбинированному левеиджу, справедливы и для данной трактовки. Но при этом факторная трактовка комбинированного левеиджа свободна от допущений, сделанных авторами динамического подхода для упрощения формулы и позволяет отслеживать и управлять влиянием всех основных факторов, участвующих в формировании чистой прибыли предприятия с целью оптимизации эффективности использования капитала и максимизации стоимости активов предприятия.

Мы считаем рассмотрение комбинированного левеиджа в данном виде наиболее обоснованным для применения этого показателя в прикладном аспекте. Сочетая основные преимущества финансового и операционного левеиджей, комбинированный левеидж является эффективным критерием оценки финансовых рисков предприятия в целом и может служить базой для формирования механизмов обеспечения финансовой устойчивости предприятия.

ВЫВОДЫ ПО ГЛАВЕ

1. Определение реального финансового состояния предприятия важно не только для самих субъектов хозяйствования, но также и для инвесторов, желающих вложить свободные средства в развитие данного предприятия. Для этого им необходимо иметь сведения о финансовой устойчивости и об изменении финансового положения предприятия в современных условиях и о рисках, влияющих на деятельность данного предприятия.

2. Финансовая устойчивость представляет собой сложную комбинацию финансового равновесия и роста ценности капитала, она обеспечивается рациональным использованием технических, материальных и людских ресурсов. Финансово-устойчивым является такой хозяйствующий субъект, который за счет собственных средств покрывает средства, вложенные в активы (основные фонды, нематериальные активы, оборотные средства), не допускает неоправданной дебиторской и кредиторской задолженности и расплачивается в срок по своим обязательствам.

3. Методически целесообразно разграничить понятия «финансовое состояние» и «финансовая устойчивость». Предлагается понимать под финансовым состоянием в узком смысле набор значений в данный момент времени некоторой совокупности заданной системы показателей/

4. Поскольку «устойчивость» неразрывно связана с возмущающими воздействиями, «финансовая устойчивость» и причины ее возможного нарушения – финансовые риски – должны рассматриваться совместно. Под финансовой устойчивостью (по отношению к финансовым рискам) предлагается понимать способность предприятия сохранять в заданных пределах финансовое состояние или в приемлемые сроки восстанавливать его при воздействии финансовых рисков.

5. Финансовая деятельность предприятия во всех ее формах соприкасается с многочисленными рисками, степень влияния которых на результаты этой деятельности существенно возрастает в условиях рыночной экономики. Риски, сопровождающие эту деятельность, выделяются в особую группу финансовых рисков, играющих наиболее значимую роль в общем портфеле рисков предприятия. Финансовый риск является одной из наиболее сложных категорий, связанных с осуществлением хозяйственной деятельности предприятия. Ему присущи: экономическая природа, так как он проявляется в сфере экономической деятельности предприятия, прямо связан с формированием его прибыли и характеризуется возможными экономическими потерями в процессе осуществления финансовой деятельности; объективность проявления, так как финансовый риск сопровождает все виды финансовых операций и все направления финансовой деятельности; неопределенность последствий, так как финансовый риск может сопровождаться как существенными потерями, так и существенными доходами. В связи с этим существенное значение имеет классификация финансовых рисков.

6. Определены внешние и внутренние риски хозяйствующего субъекта и выделены ключевые внутренние финансовые риски: риск снижения финансовой

устойчивости (или риск нарушения финансового развития) предприятия, риск неплатежеспособности (или риск несбалансированной ликвидности). Сюда следует отнести также структурный (или операционный) риск, который связан с производственно-коммерческой деятельностью и выходит за рамки чисто финансового риска, однако зависит от локальных решений финансового менеджмента и должен быть отнесен к внутрифирменным финансовым рискам.

7. Рассмотрены подходы к классификации факторов риска. Знание всех факторов риска, определение их взаимосвязи и взаимного влияния играют первостепенную роль в анализе принятия оптимального решения. Сделан акцент на таких компонентах классификаций, как природа (характер проявления) рисков, их структура и взаимозависимость.

8. Представлена группировка операций предприятия по уровню риска, которая позволяет определить, какие из них (операций) находятся за пределами уровня повышенного финансового риска (особенно в зоне кризисного риска) для обоснования целесообразности проведения этих операций. Представлена взаимосвязь финансово-экономической устойчивости и финансовых рисков.

9. На основе обзора критериев и методов анализа эффективности деятельности с учетом рисков сделан вывод о недостаточной их пригодности для комплексного исследования рисков и принятия управленческих решений. Определенными преимуществами в этом плане обладают критерии лeverиджа, которые характеризуют соотношение «доходность – ликвидность – риск» в разрезе операционной и финансовой деятельности предприятия, а также комплексно отражают результаты выполнения управленческих решений предприятия.

10. Выделены и систематизированы основные подходы к пониманию сущности лeverиджа – динамический и факторный, с позиции этих подходов рассмотрены все виды лeverиджа – финансовый, операционный и комбинированный. Категории операционного и финансового лeverиджа необходимо рассматривать в комплексе, их взаимодействие раскрывается с помощью показателя операционно-финансового, или комбинированного лeverиджа. Комбинированный лeverидж является эффективным критерием оценки финансовых рисков предприятия в целом и может служить базой для формирования механизмов обеспечения финансовой устойчивости предприятия.

ГЛАВА 2. МЕТОДИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ ФИНАНСОВЫХ РИСКОВ И ВОЗМОЖНОСТИ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ФИНАНСОВОЙ УСТОЙЧИВОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

2.1. Использование финансовых показателей при оценке финансовых рисков предприятия

В совокупности вся система финансовых отношений между хозяйствующими субъектами, очевидно, не может быть выражена только количественными показателями. То же относится и к анализу финансовой устойчивости. Вместе с тем общепринятой на практике является количественная форма проведения анализа финансовой деятельности и представления его результатов [1,2,89].

Применение в практике финансово-экономического анализа большого числа показателей обусловлено, на наш взгляд, не только объективной потребностью в оценке различных сторон деятельности предприятия, но и разнообразием целей такого анализа. Определенной проблемой здесь является неявно выраженная замена цели управления: вместо управления состоянием – управления показателями, характеризующими это состояние. Данная проблема хорошо известна специалистам в области теории управления большими системами.

Поэтому представляет интерес уточнить, прежде всего, смысловую нагрузку и роль отдельных показателей вообще и в контексте проводимого исследования в частности. Как отмечено в главе 1, акцент следует сделать на показателях, позволяющих рассчитать или, по крайней мере, оценить воздействие (финансовых) рисков на ключевые параметры финансового состояния организации. Кроме того, следует выявить – по возможности простые и ясные в практическом применении – способы (средства, элементы) управления, позволяющие изменять ситуацию в требуемом направлении.

Очевидно, отрицательное внешнее воздействие на финансовое состояние может быть обобщено и сведено к двум видам: уменьшению поступлений и увеличению расходования денежных средств. Информативность отдельных показателей к этим воздействиям в значительной мере служит критерием их применимости, полезности при оценке финансовых рисков.

Полезно также обсудить факт наличия нормативных (рекомендуемых) значений для отдельных финансовых показателей. С одной стороны, в весьма широких пределах никакие значения показателей не являются однозначно критическими или наоборот, однозначно оптимальными. По-видимому, по существу содержательная их трактовка должна включать положения вида «многолетняя практика показывает, что... и т.д.». Следует учесть, что реальная практика хозяйствования российских предприятий в условиях рынка не так уж продолжительна, а ее условия сильно менялись во времени. Таким образом, отклонение от нормативных значений может служить – вполне достаточной – основой сравнительного анализа предприятий, особенно в рамках одной или технологически подобных отраслей, но не для прогнозирования развития

отдельного хозяйствующего субъекта. Подобным образом следует воспринимать, например, и известные методики расчета вероятности банкротства.

С другой стороны, некоторые нормативные значения закреплены в правовых актах и их соблюдение – независимо от их реального экономического содержания – является одним из обязательных условий (целей, критериев) функционирования предприятия [1,2]. Следовательно, оценка влияния финансовых рисков на эти показатели должна быть включена в общую процедуру оценки финансовой устойчивости предприятия.

Отметим также, что определенную сложность представляет разграничение показателей, характеризующих собственно финансовое состояние, и показателей, характеризующих финансовую устойчивость.

В данном параграфе проводится анализ с указанных позиций ряда общепринятых экономических показателей [3,7,6,17,26,28,33,34,68,70,71].

Показатели финансовой независимости

Показатели финансовой устойчивости характеризуют степень защищенности привлеченного капитала. Эти показатели включают коэффициент автономии, удельный вес заемных средств в стоимости имущества, соотношение заемных и собственных средств.

Устойчивость предприятия во многом зависит от структуры его финансовых ресурсов. Чем большая доля активов предприятия сформирована за счет собственных средств, тем меньше риск неплатежеспособности; поэтому показатель удельного веса собственных средств в активах предприятия часто называют коэффициентом платежеспособности. Он показывает степень независимости предприятия от кредиторов, в связи с чем его называют также коэффициентом автономии.

Для оценки роли кредиторов в финансировании потребностей предприятия используется показатель удельного веса заемных средств в активах. Предприятия, проводящие агрессивную заемную политику, стараются максимизировать этот показатель, надеясь на высокие доходы.

При возникновении договорных отношений между предприятиями у них появляется обоюдный интерес к финансовой устойчивости друг друга как критерию надежности партнера.

Стабильность работы предприятия связана с общей его финансовой структурой, степенью его зависимости от внешних кредиторов и инвесторов. Так, многие предприятия в процессе своей деятельности помимо собственного капитала привлекают значительные средства, взятые в долг. Однако, если структура «собственный капитал – заемные средства» имеет значительный перекос в сторону долгов, предприятие может обанкротиться, если сразу несколько кредиторов потребуют свои деньги обратно.

Финансовая устойчивость характеризуется, следовательно, соотношением собственных и заемных средств. Однако этот показатель дает лишь общую оценку финансовой устойчивости. Поэтому в мировой и

отечественной практике разработана система показателей, характеризующих состояние и структуру активов предприятия, а также обеспеченность их источниками покрытия (пассивами).

Их можно разделить на две группы: показатели, определяющие состояние оборотных средств и показатели, определяющие состояние основных средств.

Состояние оборотных средств отражается в следующих показателях: обеспеченность материальных запасов собственными оборотными средствами; коэффициент маневренности собственных средств.

Состояние основных средств измеряется индексом постоянного актива, коэффициентом накопления износа и коэффициентом реальной стоимости имущества.

Коэффициент соотношения заемных и собственных средств относится к группе показателей, характеризующих состояние финансовых ресурсов предприятия. Данный коэффициент показывает, сколько заемных средств предприятие привлекает на каждый рубль вложенных в активы собственных ресурсов. Этот показатель дополняет характеристику финансовой независимости предприятий от кредиторов, предоставляющих заемные средства. Наиболее опасным для финансовой устойчивости является превышение этого показателя единицы при низкой оборачиваемости активов.

Коэффициент соотношения заемных и собственных средств, коэффициент финансовой активности (плечо финансового рычага) – это отношение всего привлеченного капитала к собственному.

$$K_{\Phi A} = E / S, \quad (2.1)$$

где E – привлеченный капитал;

S – собственный капитал.

С появлением в структуре капитала заемных источников финансирования возникает вероятность невыплаты по своим обязательствам. Отсутствие финансового риска возможно только лишь при 100% финансировании проекта за счет собственного капитала. В процессе факторного анализа делается следующее допущение: уровень финансового риска прямо пропорционален доле заемных источников финансирования в общей величине инвестированного капитала. Значение соотношения должно быть меньше 0,7. Превышение указанной границы означает зависимость предприятия от внешних источников, потерю финансово-экономической устойчивости (автономии).

Допустимый уровень зависимости предприятия от заемных источников определяется условиями работы каждого предприятия и, в первую очередь, скоростью оборота оборотных средств. Поэтому дополнительно к расчету коэффициента необходимо определить скорость оборота материальных оборотных средств и дебиторской задолженности за анализируемый период. Если дебиторская задолженность оборачивается быстрее материальных оборотных средств, это означает достаточно высокую интенсивность

поступления денежных средств на счета предприятия, т. е. в итоге – увеличение собственных средств.

Одним из важнейших показателей, характеризующих финансовую устойчивость предприятия, является показатель удельного веса общей суммы собственного капитала в итоге всех средств, авансированных предприятию, т. е. отношение общей суммы собственного капитала к итогу баланса предприятия. В практике этот относительный показатель получил название «коэффициент автономии» или «коэффициент независимости». По нему судят, насколько предприятие независимо от заемного капитала.

$$K_A = S / A , \quad (2.2)$$

где A – общая сумма источников средств (долгосрочных и краткосрочных), т.е. итог баланса.

Чем больше у предприятия собственных средств, тем легче ему справиться с неурядицами экономики. Для коэффициента автономии желательно, чтобы он превышал по своей величине 50%. В этом случае весь заемный капитал может быть компенсирован собственностью предприятия.

Производным от коэффициента автономии является коэффициент финансовой зависимости. Он по существу является обратным к коэффициенту автономии. Рост данного показателя в динамике означает увеличение доли заемных средств в финансировании предприятия. Если его значение снижается до единицы (100%), то, значит, предприятие полностью финансируется за счет собственных средств.

$$K_{\phiз} = 1 / K_A , \quad (2.3)$$

Сохранение финансовой устойчивости требует, чтобы собственные ресурсы покрывали основные средства и частично оборотные. В частности, непрерывность производственного процесса обеспечивается, когда значительная часть запасов и затрат финансируется из собственных средств. Для оценки устойчивости финансового состояния предприятия с этой стороны используется показатель обеспеченности запасов и затрат собственными средствами.

Коэффициент обеспеченности собственными средствами характеризует наличие собственных оборотных средств у предприятия, необходимых для его финансовой устойчивости.

Коэффициент обеспеченности собственными средствами определяется как отношение разности между объемами источников собственных средств и фактической стоимостью основных средств и прочих внеоборотных активов к фактической стоимости находящихся в наличии у предприятия оборотных средств в виде сырья, материалов, затрат в незавершенном производстве, готовой продукции, денежных средств, дебиторской задолженности и прочих оборотных активов. Нормативное значение 0,5.

Обеспеченность материальных запасов собственными оборотными средствами – это показатель того, в какой мере материальные запасы покрыты собственными источниками и не нуждаются в привлечении заемных.

$$K_{OM3} = S_0 / M3П, \quad (2.4)$$

где S_0 – собственные оборотные средства;
МЗП – материально-производственный запасы.

Считается, что нормальное значение этого коэффициента должно превышать 0,5 (желательно стремиться к единице и выше), а снижение коэффициента означает повышение риска неустойчивости финансового состояния предприятия.

В условиях нестабильности экономики предприятия боятся недопоставок сырья и материалов или их резкого удорожания, из-за чего часто идут на создание сверхнормативных запасов, что приводит к потере финансовой устойчивости.

Коэффициент маневренности собственных оборотных средств определяется отношением собственных оборотных средств предприятия к собственному капиталу.

$$K_M = S_0 / S, \quad (2.5)$$

Коэффициент маневренности показывает, какой частью собственных средств предприятие может относительно свободно маневрировать. Обеспечение собственных текущих активов собственным капиталом является гарантией устойчивости финансового состояния при неустойчивой кредитной политике. Высокие значения коэффициента маневренности положительно характеризуют финансовое состояние.

Некоторые авторы [43,89] считают оптимальным значение этого показателя, равное 0,5. Однако, по нашему мнению, этот уровень может зависеть от характера деятельности предприятия: в фондоемких производствах его нормальный уровень должен быть ниже, чем в материалоемких. С финансовой точки зрения, чем выше коэффициент маневренности, тем лучше финансовое состояние.

Устойчивость финансового состояния, по нашему мнению, может быть повышена путем:

- ускорения оборачиваемости капитала в текущих активах, в результате чего произойдет относительное его сокращение на рубль оборота;
- обоснованного уменьшения запасов и затрат (до норматива);
- пополнение собственного оборотного капитала за счет внутренних и внешних источников.

Таким образом, данные показатели оценивают значение заемного капитала для предприятия и/или необходимость его дополнительного привлечения. Следовательно, показатели оценивают финансовые риски в той мере, в какой предприятие способно покрывать свои обязательства – и поэтому должны обсуждаться вместе с показателями ликвидности. Значимость показателей финансовой независимости для предприятия связана также с его способностью эффективно использовать привлеченные средства.

Показатели ликвидности

В практике аналитической работы различают коэффициент абсолютной ликвидности, коэффициент быстрой ликвидности, коэффициент текущей ликвидности. Применение показателей ликвидности предприятия дает возможность определить на конкретный момент готовность предприятия рассчитаться с кредиторами по первоочередным (краткосрочным) платежам собственными средствами.

Коэффициент абсолютной ликвидности показывает, какую часть краткосрочной задолженности предприятие может погасить за счет имеющихся денежных средств и краткосрочных финансовых вложений, быстро реализуемых в случае необходимости.

$$K_{АЛ} = ДС / КО, \quad (2.6)$$

где ДС – денежные средства;

КО - краткосрочные обязательства.

Показатель определяет гарантии погашения краткосрочной задолженности с учетом времени, отражает качественный состав источников покрытия текущих обязательств. Необходимое значение данного коэффициента – более 0,2; оптимальное 1,0 (показатель низкого финансового риска и хорошего потенциала привлечения заемного капитала). Основным фактором повышения уровня абсолютной ликвидности является равномерное погашение дебиторской задолженности.

В современных условиях хозяйствования по фактическим значениям коэффициента абсолютной ликвидности нельзя сделать определенных выводов о работе предприятия. Во-первых, при высокой инфляции нецелесообразно поддерживать в активах значительную долю высоколиквидных активов, так как они обесцениваются в первую очередь. Во-вторых, в условиях высокой инфляции предприятиям невыгодно своевременно погашать кредиторскую задолженность, так как за счет нее происходит процесс косвенного кредитования предприятий.

Коэффициент быстрой ликвидности показывает, какую часть текущей задолженности предприятие может покрыть в ближайшей перспективе при условии полного погашения дебиторской задолженности.

$$K_{БЛ} = АЛ / КО, \quad (2.7)$$

где АЛ – ликвидные активы;

КО - краткосрочные обязательства.

Введение в практику анализа данного показателя вызвана тем, что ликвидность отдельных категорий оборотных средств далеко не одинакова; например, запасы могут быть использованы для покрытия задолженностей лишь после их реализации, что предполагает не только наличие покупателя, но и наличие у покупателя денежных средств. Приемлемое значение коэффициента от 1,0 и выше. Низкие значения указывают на необходимость постоянной работы с дебиторами, чтобы обеспечить возможность обращения

наиболее ликвидной части оборотных средств в денежную форму для расчетов со своими поставщиками. При отсутствии работы с дебиторами также возникает финансовый риск.

Коэффициент текущей ликвидности (коэффициент покрытия) показывает, в какой кратности оборотные активы превышают краткосрочные обязательства предприятия.

$$K_{ТЛ} = A_T / KO, \quad (2.8)$$

где A_T - текущие (оборотные) активы;

Чем больше величина оборотных активов по отношению к текущим пассивам, тем больше уверенность, что существующие обязательства будут погашены за счет имеющихся активов.

При этом следует учитывать риск недостаточной ликвидности, когда не хватает высоколиквидных средств для погашения обязательств, и риск излишней ликвидности, когда из-за избытка высоколиквидных активов, которые, как правило, являются низкодоходными, происходит потеря прибыли для предприятия. Риск потери ликвидности или снижения эффективности, обусловленный изменениями в текущих активах называется левосторонним, поскольку эти активы размещены в левой части баланса. Можно выделить следующие явления, потенциально несущие в себе левосторонний риск:

- недостаток денежных средств;
- недостаток собственных кредитных возможностей;
- недостаток производственных возможностей.

Обосновать допустимое значение показателя текущей ликвидности довольно сложно. Понятно, что его величина будет изменяться в зависимости от сферы деятельности предприятия.

Считается, что если у предприятия отношение оборотных активов и краткосрочных обязательств ниже, чем 2:1, оно не в состоянии полностью и в срок погасить свои обязательства.

Многokратное превышение оборотных активов над краткосрочными обязательствами позволяет сделать вывод о том, что предприятие располагает значительным объемом свободных ресурсов, формируемых из собственных источников. С позиции кредиторов, подобный вариант формирования оборотных средств наиболее предпочтителен. С точки зрения эффективности деятельности предприятия значительное накопление запасов, отвлечение средств в дебиторскую задолженность может быть связано с неумелым управлением активами.

Практика работы российских предприятий показывает, что значение данного коэффициента ≥ 2 , для предприятий промышленности является скорее исключением, чем правилом. Для этого есть немало объективных и субъективных причин, среди которых одна из основных для российских предприятий – недостаточность собственного капитала, а также первоочередное направление чистой прибыли на нужды потребления.

За рубежом нормативные значения подобных коэффициентов дифференцированы по отраслям и подотраслям.

Для повышения уровня коэффициента покрытия необходимо пополнять реальный собственный капитал предприятия и обоснованно сдерживать рост внеоборотных активов и долгосрочной дебиторской задолженности. В отличие от коэффициентов абсолютной ликвидности и быстрой ликвидности, показывающих мгновенную и текущую платежеспособность, коэффициент покрытия отражает прогноз платежеспособности на относительно отдаленную перспективу.

Учитывая, что платежеспособность организации связана с ее финансовой устойчивостью и напрямую зависит от скорости оборота авансированных в производство средств и эффективности использования производственных ресурсов, исчисление трех различных коэффициентов ликвидности не случайно. Каждый из них дает ту информацию, которая интересует конкретного потребителя:

- для поставщиков сырья материалов и услуг – коэффициент абсолютной ликвидности;

- для банка, кредитующего данное предприятие – коэффициент быстрой ликвидности;

- для держателей акций и облигаций – коэффициент текущей ликвидности.

Если у предприятия обнаруживаются плохие показатели ликвидности, но финансовая устойчивость его не потеряна, то у предприятия есть шансы выйти из затруднительного положения. Но если неудачны и показатели финансовой устойчивости, то такой хозяйствующий субъект – вероятный кандидат в банкроты.

При проведении анализа конкретного предприятия следует принимать во внимание следующие закономерности:

- ✓ фирма, оборотный капитал которой состоит в значительной степени из денежных средств и краткосрочной дебиторской задолженности, обычно считается более ликвидной, чем фирма, оборотный капитал которой состоит преимущественно из запасов;

- ✓ на степень ликвидности оказывает влияние методика расчета оборачиваемости оборотных средств и особенности хозяйственной деятельности.

В целом показатели ликвидности весьма информативны в контексте темы исследования. Вместе с тем они характеризуют в большей степени положение предприятия в данный момент, а не его способность изменить данное состояние в ближайшем будущем. Кроме того, поскольку совокупность обязательств (объем и сроки) является известной и на данный момент фиксированной величиной, фактический интерес представляет будущая ликвидность, оценить которую в общем виде по ликвидности в данный момент затруднительно; в частности, отдельным вопросом является анализ структуры активов. В целом эта группа показателей может также служить ориентиром для определения возможных границ привлечения новых заемных средств в

будущем, и – особенно в случае приближения показателей к критическим значениям – индикатором необходимости детальной оценки возможностей предприятия противодействия частным видам финансовых рисков.

Показатели деловой активности

Платежеспособность, финансовая устойчивость и стабильность финансового положения предприятия в немалой степени обуславливается его деловой активностью.

Одним из направлений анализа результативности является оценка деловой активности анализируемого объекта. Деловая активность в финансовом аспекте проявляется, прежде всего, в скорости оборота средств предприятия. Анализ деловой активности заключается в исследовании уровней и динамики показателей оборачиваемости. Они достаточно важны для организации по следующим причинам:

Во-первых, от скорости оборота средств зависит размер годового оборота.

Во-вторых, с размерами оборота, а, следовательно, с оборачиваемостью связана и относительная величина условно-постоянных расходов: чем быстрее оборот, тем меньше на каждый оборот приходится этих расходов.

В-третьих, ускорение оборота на той или иной стадии кругооборота средств влечет за собой ускорение оборота и на других стадиях.

Финансовое положение предприятия, его платежеспособность зависят от того, насколько быстро средства, вложенные в активы, превращаются в реальные деньги.

Рассмотрим, например, коэффициент оборачиваемости оборотного капитала и коэффициент оборачиваемости собственного капитала.

Коэффициент оборачиваемости оборотного капитала показывает скорость оборота материальных и денежных ресурсов предприятия за анализируемый период или сколько рублей оборота (выручки) снимается с каждого рубля данного вида активов и определяется отношением чистой выручки от продажи к среднегодовой стоимости оборотных активов.

$$K_{ООК} = N_{ВП} / C_{АО}, \quad (2.9)$$

где $N_{ВП}$ - чистая выручка от продаж;

$C_{АО}$ - среднегодовая стоимость оборотных активов.

Нормативного значения у данного коэффициента нет, однако усилия руководства предприятия во всех случаях должны быть направлены на ускорение оборачиваемости. Если предприятие постоянно прибегает к дополнительному использованию заемных средств, значит, сложившаяся скорость оборота генерирует недостаточное количество денежных средств для покрытия издержек и расширения деятельности.

Коэффициент оборачиваемости собственного капитала показывает скорость оборота вложенного собственного капитала или активность денежных средств, которыми рискуют акционеры, и определяется отношением чистой

выручки от продаж к средней стоимости собственного капитала. Нормативного значения нет, но возрастание коэффициента является положительной тенденцией.

$$K_{OCK} = N_{ВП} / C_S, \quad (2.10)$$

где $N_{ВП}$ - чистая выручка от продаж;

C_S - средняя стоимость собственного капитала.

Показатели этой группы прямо связаны с риском изменения выручки от реализации. Их положительная динамика свидетельствует об укреплении финансовой устойчивости. Однако в целом они характеризуют положение предприятия по отношению к рискам неполно, так как не учитывают возможность изменения величины и структуры затрат.

Показатели рентабельности.

Эффективность хозяйственной деятельности предприятия и экономическая целесообразность его функционирования напрямую связаны с его рентабельностью. Показатели рентабельности позволяют оценить, какую прибыль имеет субъект хозяйствования с каждого рубля средств, вложенных в активы; характеризуют эффективность работы субъекта хозяйствования в целом, доходность различных направлений его деятельности.

Показатели рентабельности измеряют прибыльность с разных позиций. Общая формула расчета рентабельности [96]:

$$Re = \text{Прибыль организации} / V, \quad (2.11)$$

В качестве числителя могут выступать:

- прибыль от продажи продукции;
- прибыль до налогообложения;
- прибыль до уплаты процентов и налогов (экономическая прибыль);
- чистая прибыль.

В знаменателе могут быть:

- активы (или капитал) организации;
- собственный капитал;
- перманентный капитал (сумма основных производственных средств и производственных оборотных фондов);
- выручка от реализации продукции;
- себестоимость проданной продукции.

Рентабельность, представленная в динамике, непосредственно характеризует – в первую очередь – качество менеджмента организации. Рассмотрим некоторые показатели, характеризующие рентабельность.

Рентабельность реализованной продукции показывает эффективность затрат, произведенных предприятием на производство и реализацию продукции.

Динамика коэффициента может свидетельствовать о необходимости пересмотра цен или усиления контроля за себестоимостью реализованной продукции.

Рентабельность активов показывает эффективность использования средств, принадлежащих собственникам предприятия, и служит основным критерием при оценке уровня котировки акций на бирже; выражает отдачу, которая приходится на 1 руб. активов предприятия.

Рентабельность активов должна обеспечивать окупаемость вложенных в предприятие средств акционеров. В данном факторе рассматривается финансовый риск для собственника.

Рентабельность собственного капитала характеризует эффективность использования собственного капитала; показывает, какую прибыль получает предприятие с каждого рубля собственных средств.

Рост показателя свидетельствует об эффективности финансового менеджмента в организации.

Изменение значений коэффициента рентабельности собственного капитала может быть вызвано, например, ростом или падением котировок акций предприятия на бирже, однако следует учитывать, что учетная цена акций не всегда соответствует их рыночной цене. Поэтому высокое значение коэффициента рентабельности собственного капитала не обязательно указывает на высокую отдачу инвестируемого в предприятие капитала.

Необходимо также отметить, что при анализе показателей рентабельности важно сравнить их значения до и после налогообложения, поскольку низкое значение показателей после налогообложения, зачастую, свидетельствует о неправильно проводимой налоговой политике предприятия, а не о его способности зарабатывать деньги.

В целом можно классифицировать эту группу показателей по отношению к финансовым рискам как дающие возможность качественно охарактеризовать потенциальную возможность предприятия противодействовать проявлениям финансовых рисков, причем преимущественно в перспективе. Непосредственная и достаточно информативная оценка финансовых рисков посредством данных показателей затруднительна. Высокие значения и особенно положительная динамика показателей рентабельности создают положительный имидж предприятия, делают его инвестиционно-привлекательным, что в конечном счете также «работает» на укрепление финансовой устойчивости.

Необходимо отметить изолированность анализа отобранных финансовых показателей, так как какие-то показатели могут находиться в критической зоне, а какие-то быть удовлетворительными. Многокритериальность усложняет процесс принятия адекватных управленческих решений. Поэтому в рамках группы методов, основанных на расчете отдельных показателей, появились рейтинговые системы оценки, основанные на однокритериальности (вычисляется суммарное количество баллов, на основании которого осуществляется ранжирование предприятий по классам). В таблице 2.1 представлена классификация предприятий по степени

риска, исходя из фактического уровня показателей финансовой устойчивости и рейтинга каждого показателя, выраженного в баллах [39] (ниже данная классификация обсуждается). Следуя этой работе, используя предложенные критерии, можно определить, к какому из пяти классов относится анализируемое предприятие.

1 класс – предприятия с хорошим запасом финансовой устойчивости, позволяющим быть уверенным в возврате заемных средств;

2 класс – предприятия, демонстрирующие некоторую степень риска по задолженности, но еще не считающиеся рискованными;

3 класс – проблемные предприятия, у которых не существует риска потери средств, но полное получение процентов по кредитам представляется сомнительным;

4 класс – предприятия с высоким (критическим) риском банкротства даже после принятия мер по финансовому оздоровлению, кредиторы рискуют потерять свои средства и проценты;

5 класс – предприятия катастрофического риска, практически несостоятельные.

Таблица 2.1

Группировка предприятий по критериям оценки финансового состояния

Показатель	Границы группировки предприятий по классам				
	1 класс (балл)	2 класс (балл)	3 класс (балл)	4 класс (балл)	5 класс (балл)
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,25 и выше (20)	0,2 (16)	0,15 (12)	0,1 (8)	0,05 (4)
Коэффициент быстрой ликвидности	1,0 и выше (18)	0,9 (15)	0,8 (12)	0,7 (9)	0,6 (6)
Коэффициент текущей ликвидности	2,0 и выше (16)	1,9-1,7 (15-12)	1,6-1,4 (10,5-7,5)	1,3-1,1 (6-3)	1,0 (1,5)
Коэффициент автономии	0,6 и выше (17)	0,59-0,43 (15-12)	0,53-0,43 (11,4-7,4)	0,42-0,41 (6,6-1,8)	0,4 (1)
Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами	0,5 (15)	0,4 (12)	0,3 (9)	0,2 (6)	0,1 (3)
Коэффициент обеспеченности запасов собственными оборотными средствами	0,5 и выше (15)	0,4 (12)	0,3 (9)	0,2 (6)	0,1 (3)
<i>Граница классов</i>	100	85-64	63,9-56,9	41,6-28,3	18 и меньше

Таким образом, достаточная ликвидность, платежеспособность и финансовая устойчивость предприятия, его высокая гибкость и эффективность финансово-хозяйственной деятельности, необходимы для достижения целевых темпов роста прибыли и стоимости. Одновременно эти показатели выступают элементами системы защиты и подвержены влиянию рисков хозяйственной деятельности.

Информативность и эффективность практического применения такой классификации во многом определяется целью ее использования. С точки зрения задачи обеспечения финансовой устойчивости первоочередной интерес представляет не столько класс, к которому будет отнесено предприятие, а возможность перехода предприятия в другой класс в ближайшем будущем. Для ответа на последний вопрос приведенная классификация (а также иные, построенные по такому же принципу), может быть модифицирована в следующих направлениях.

Во-первых, можно просто дополнить эту классификацию расчетом вероятности перехода в соседние классы. Очевидно, это требует применения специальных математических средств и специальных допущений относительно проявлений отдельных финансовых рисков.

Во-вторых, можно скорректировать подходящим образом баллы для отдельных показателей по классам. Это изменение должно учитывать как собственно цель проводимой модификации – например, такой целью может быть равномерность возможности перехода из класса в класс, и одновременно изменчивость отдельных показателей под влиянием рисков.

В приведенной классификации равномерно изменяются по классам сами рейтинговые баллы и значения показателей. Следовательно, переходы из класса в класс равновозможные, если потенциальные изменения отдельных показателей одинаковы в каждом классе и будут происходить независимо друг от друга. Это может быть верным, но может быть и нет, то есть необходимо более подробное исследование.

Например, можно предположить, что риск ухудшения (в таблице 2.1 – уменьшения) значений отдельных показателей возрастает при смещении в сторону меньших значений. Тогда баллы таблицы следует пересчитать по формуле «новое-значение = старое-значение $\times K_N$ », где K_N – модифицирующий множитель N-ного класса, причем $K_1 > K_2 > \dots > K_5$. То же получится, если пересчитать границы классов с повышающим множителем. Отдельным вопросом остается принцип выбора конкретных значений корректирующих множителей.

В-третьих, можно произвести «дробную» классификацию, выделяя на том или ином основании внутри классов подклассы, разнящиеся по потенциальной возможности изменения состояния.

Модификация таблицы 2.1 действительно необходима, поскольку в ней:

1) согласно правилу их расчета взаимозависимы, подвержены влиянию, причем однонаправленному, одних и тех же рисков, показатели: коэффициент

обеспеченности собственными оборотными средствами и коэффициент обеспеченности запасов собственными оборотными средствами;

2) изменение первых трех коэффициентов связано, в частности, с изменением доли заемных средств. Наиболее полно это отражено в показателе автономии и, таким образом, «критичность» коэффициентов ликвидности возрастает с уменьшением этого коэффициента, хотя и не обязательно пропорционально.

В целом можно предложить для характеристики финансовой устойчивости либо расширить границы, по крайней мере, четвертого класса, либо в этом классе выделить подкласс, примыкающий к пятому. Этот подкласс будет отличаться особо высоким риском потенциального наступления финансовой несостоятельности (банкротства).

В целом свойства рассмотренных показателей по отношению к рискам могут быть отражены таблицей 2.2

Таблица 2.2

Взаимосвязь отдельных показателей, характеризующих финансовое состояние и финансовых рисков

Показатель	Методика расчета	Роль показателя как характеристики рисков и восприимчивость показателя к воздействию рисков
Коэффициент автономии	Собственный капитал / Итог баланса	Характеризует финансовую устойчивость предприятия, степень независимости предприятия от заемного капитала и тем самым косвенно оценивает риск неплатежеспособности.
Коэффициент финансовой активности	Привлеченные средства / Собственный капитал	Отражает способность использовать привлеченный заемный капитал. Чем меньше коэффициент, тем меньше финансовый риск и выше возможности привлечения дополнительного капитала со стороны. Подвержен воздействию процентного риска
Коэффициент обеспеченности собственными средствами	Собственные оборотные средства / Общая величина оборотных средств	Низкие значения свидетельствуют о высокой степени риска неплатежеспособности. Подвержен воздействию группы рисков, влияющих на выручку от реализации и переменные затраты.
Показатели ликвидности		Низкие значения означают высокую вероятность неспособности рассчитаться по обязательствам, <i>если</i> это будет необходимо. Подвержены кредитному риску.
Показатели рентабельности		Положительная динамика указывает на устойчивость работы предприятия в целом и тем самым – на способность нейтрализовать возможные риски

Подводя итоги наших рассуждений, можно отметить, что традиционный анализ вышерассмотренных показателей имеет ряд недостатков, затрудняющих их непосредственное использование в задаче оценки влияния финансовых рисков на финансовую устойчивость:

- основан на данных бухгалтерского баланса, который является статистическим отражением состояния активов и пассивов предприятия на последнюю отчетную дату;

- делает возможным только количественно измерить величину активов и пассивов и объяснить причины их изменения за период, но не дает достоверного прогноза на будущее;

- не позволяет проводить системного анализа, предусматривающего учет взаимозависимостей, неразрывность отдельных звеньев, целостное рассмотрение исследуемого объекта;

- имеет недостаточную научную обоснованность нормативных значений данных показателей; расчет показателей на начало и конец отчетного периода и выявление их отклонений от нормативных значений еще не раскрывает механизма достижения самих нормативных значений; при установлении нормативных значений показателей не учитываются взаимозависимость между ними, сфера деятельности предприятий; один и тот же показатель может иметь более десятка различных названий, толкований, а также методов расчета.

С точки зрения оценки финансовых рисков следует, прежде всего, рассмотреть возможность – на основе данных или иных показателей – получения обоснованных прогнозов будущего финансового состояния. В связи с этим далее исследованы показатели леввериджа, обладающие определенными преимуществами. С данным вопросом тесно связана также задача количественной характеристики собственно рисков и их влияния на те или иные компоненты финансового состояния предприятия, обсуждаемая в следующей главе.

2.2. Применение концепции леввериджа при оценке финансовых рисков предприятия

Как отмечено в первой главе, одним из наиболее эффективных критериев оценки финансовых рисков являются показатели леввериджа. Рассмотрим возможности использования данных критериев.

Приведем преобразование формулы (1.3), чтобы выделить основные факторы, влияющие на значение показателя финансового леввериджа:

$$\begin{aligned} NI / S - (NI + r) / (S+E) &= \\ &= (NI * (S + E) - (NI + r) * S) / (S * (S + E)) = \\ &= (NI * S + NI * E - NI * S - r * S) / ((S * (S + E))) = \\ &= (NI * E - r * S) / ((S * (S + E))) = \\ &= (\text{добавим и вычтем в числителе } r * E, \text{ тогда}) = \\ &= (NI * E + r * E - r * S - r * E) / ((S * (S + E))) = \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
&= E * (NI + r) / ((S * (S + E)) - r * (S + E)) / ((S * (S + E))) = \\
&= (GI / (S + E) - r / E) * E / S, \text{ где } GI = NI + r.
\end{aligned}$$

Добавим налоговый корректор прибыли $(1 - T)$, чтобы рассматривать прибыль предприятия после уплаты налога на прибыль. И получим окончательно:

$$DFL = (1 - T) * (GI / (E + S) - r) * E / S, \quad (2.12)$$

Проанализировав результат расчета по данной формуле, мы можем выделить основные причины сложившегося положения на предприятии, а также возможные направления оценки и управления финансовым риском. Кроме того, расчет основан на информационной базе отчетного периода, что позволяет исследовать фактическое положение без участия показателей прошлых периодов и выявить перспективу развития риска в долгосрочном периоде.

Факторами, определяющими действие финансового левеиджа при факторном подходе, являются:

- $(1 - T)$ – налоговый корректор, он является необязательным элементом выражения (2.12), так как в дифференциале $((GI / (E + S) - r))$ может рассматриваться прибыль с учетом налогообложения. В целом данный элемент не зависит от деятельности предприятия, так как ставка налогообложения прибыли устанавливается законодательно. Это значительно ослабляет интерес к его исследованию, вместе с тем в процессе управления финансовым левеиджем он может быть использован в некоторых случаях: например, если различные виды деятельности предприятия подвержены дифференцированному налогообложению или присутствуют льготы по отдельным видам деятельности;

- множитель $((GI / (E + S) - r))$ образуется разностью коэффициента валовой рентабельности активов и размера процента за кредит. Положительное значение эффекта финансового левеиджа проявляется только в том случае, если уровень валовой прибыли, генерируемой активами, превышает средний размер процента за используемый кредит (т. е. множитель финансового левеиджа является положительной величиной). Таким образом, положительная динамика множитель генерирует возрастание суммы и уровня прибыли на собственный капитал. В связи с высокой динамичностью действия данного фактора он требует постоянного мониторинга в процессе управления эффектом финансового левеиджа. Высокий динамизм обусловлен действием ряда причин. Прежде всего, в период ухудшения конъюнктуры финансового рынка, 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 риск. При определенном уровне этого риска (а, соответственно, и уровне общей ставки процента за кредит) множитель финансового левеиджа может быть сведен к

нулю (при котором использование заемного капитала не даст прирост 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 формирование 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 производственной деятельности. В этих условиях отрицательная величина множителя финансового левириджа может формироваться даже при неизменных ставках процента за кредит за счет снижения коэффициента валовой рентабельности активов. На основе вышеизложенного можно сделать вывод о том, что формирование отрицательного значения множителя финансового левириджа по любой из вышеперечисленных причин всегда приводит к снижению коэффициента рентабельности собственного капитала. В этом случае использование предприятием заемного капитала может дать отрицательный эффект.

□ коэффициент (плечо, рычаг) финансового левириджа (E / S) равен сумме заемного капитала, используемого предприятием, в расчете на единицу собственного капитала. Данный показатель связан не только с финансовым левириджем, он также характеризует степень финансовой устойчивости предприятия и является мерой риска потери этой финансовой устойчивости. Действуя во взаимосвязи с множителем финансового левириджа, данный фактор формирует его комплексный эффект. Рассмотрим их взаимодействие в целях управления показателем.

Плечо финансового левириджа мультиплицирует положительный или отрицательный эффект, получаемый за счет множителя. При положительном значении множителя любой прирост плеча финансового левириджа будет вызывать еще больший прирост коэффициента рентабельности собственного капитала, а при отрицательном значении множителя прирост плеча финансового левириджа будет приводить к еще большему темпу снижения коэффициента рентабельности собственного капитала [50]. Иными словами, прирост плеча финансового левириджа вызывает еще больший прирост его эффекта (положительного или отрицательного в зависимости от положительной или отрицательной величины множителя финансового левириджа).

При неизменном множителе плечо финансового левириджа является главным генератором как возрастания суммы и уровня прибыли на собственный капитал, так и риска потери этой прибыли. Аналогичным образом, при неизменном коэффициенте финансового левириджа положительная или отрицательная динамика его множителя генерирует как возрастание суммы и уровня прибыли на собственный капитал, так и риск ее потери.

Крайне важно осознавать эту неразрывную связь и глубокое противоречие между множителем и плечом финансового левириджа. При наращивании долговых обязательств издержки по обслуживанию долга утяжеляют среднюю расчетную ставку процента, что при данном уровне экономической рентабельности активов ведет к сокращению множителя.

Разумный менеджер не станет увеличивать любой ценой плечо финансового рычага, а будет регулировать его в зависимости от множителя.

Задавая себе вопрос, превысит ли отдача заемных средств их цену, мы вторгаемся в область прогнозирования результатов финансово-хозяйственной деятельности предприятия. Но менеджер понимает, что будущее предприятия основано на его настоящем. Если сегодня соотношение заемных и собственных средств благоприятно для предприятия, это не снимает беспокойства по поводу завтрашнего уровня рентабельности собственного капитала и величины ставки процента, а, следовательно, и значения множителя. Таким образом, очевиден вывод, что задолженность – это акселератор развития предприятия и акселератор риска. Привлекая заемные ресурсы, предприятие может быстрее и масштабнее выполнять свои задачи.

Проанализируем аналогично операционный леве́ридж.

Учитывая, что $VC = k * R$, преобразуем выражение (1.5) к виду:

$$DOL = (R - VC) / (R - VC - FC), \quad (2.13)$$

Анализ формулы (2.13) позволяет сделать вывод о том, что в основе изменения эффекта операционного леве́риджа лежит изменение удельного веса постоянных затрат в общей сумме затрат предприятия: чем больше постоянные затраты и чем меньше прибыль, тем сильнее действует операционный леве́ридж, и наоборот. При этом необходимо иметь в виду, что чувствительность прибыли к изменению объема продаж может быть разной на предприятиях, имеющих различное соотношение постоянных и переменных затрат. Чем ниже удельный вес постоянных затрат в общей сумме затрат предприятия, тем в большей степени изменяется величина прибыли по отношению к темпам изменения выручки предприятия. Изменение структуры себестоимости может существенно повлиять на величину прибыли [56].

Если доля постоянных расходов велика, говорят, что предприятие имеет высокий уровень операционного леве́риджа. Для такого предприятия иногда даже незначительное изменение объемов производства может привести к существенному изменению прибыли, поскольку постоянные расходы предприятие вынуждено нести в любом случае производится продукция или нет. Изменчивость валового дохода, обусловленная изменением операционного леве́риджа, количественно выражает предпринимательский риск. Чем выше уровень операционного леве́риджа, тем выше предпринимательский риск предприятия.

Понимание механизма проявления леве́риджа позволяет целенаправленно управлять соотношением постоянных и переменных затрат в целях повышения эффективности производственно-хозяйственной деятельности при различных тенденциях конъюнктуры товарного рынка и стадии жизненного цикла предприятия.

При управлении постоянными затратами следует иметь в виду, что высокий их уровень в значительной мере определяется отраслевыми особенностями деятельности, определяющими различный уровень

фондоемкости производимой продукции, дифференциацию уровня механизации и автоматизации труда. Кроме того, следует отметить, что постоянные затраты в меньшей степени поддаются быстрому изменению, поэтому предприятия, имеющие высокое значение операционного лeverиджа, теряют гибкость в управлении своими затратами.

При управлении переменными затратами основным ориентиром должно быть обеспечение постоянной их экономии, так как между суммой этих затрат и объемом производства и продаж существует прямая зависимость. Обеспечение этой экономии до преодоления предприятием точки безубыточности ведет к росту маржинального дохода, что позволяет быстрее преодолеть эту точку. После преодоления точки безубыточности сумма экономии переменных затрат будет обеспечивать прямой прирост прибыли предприятия.

При определении факторов риска, связанных с производственной деятельностью, необходимо учитывать, что существует оптимальный размер предприятия, объемов производства и продаж, превышение которых ведет к снижению дохода на инвестируемый капитал. Поэтому увеличение валовой прибыли следует обеспечивать не только за счет количественных параметров, но и за счет повышения качества продукции, уровня менеджмента и конкурентоспособности предприятия. Улучшение качества товарной продукции и услуг, достижение устойчивого рыночного положения и завоевание новых рыночных ниш за счет конкурентных преимуществ должны являться основными стратегическими целями развития предприятия. В этом случае увеличение массы прибыли может быть получено на основе использования достижений научно-технического прогресса и инноваций.

При наличии возможности выбора полезно решить, что выгоднее иметь: высокие переменные издержки и низкие постоянные, или наоборот. Однозначного ответа на этот вопрос не существует, преимущества и недостатки есть у любого варианта, и выбор будет зависеть от финансовых целей предприятия, его исходного положения и условий макроэкономической среды. Операционный лeverидж в этом случае является показателем, помогающим менеджерам выбрать оптимальную стратегию предприятия в управлении затратами и валовой прибылью. При этом необходимо помнить, что величина операционного лeverиджа может изменяться под влиянием факторов [56]:

- цены и объема продаж;
- переменных и постоянных затрат;
- комбинации перечисленных факторов.

Однако, следует заметить, что величина операционного лeverиджа всегда рассчитывается для определенного объема продаж, т. е. для данной выручки от реализации. Так как показатель выручки используется при расчете эффекта лeverиджа, то его изменение влияет на величину лeverиджа. Когда выручка от реализации снижается, сила воздействия операционного рычага возрастает. Каждый процент снижения выручки дает все больший процент снижения прибыли. При возрастании объема продаж сила воздействия операционного лeverиджа убывает: каждый процент прироста выручки дает все

меньший процент прироста прибыли (при этом доля постоянных затрат в общей их сумме снижается). Но при скачке постоянных затрат, диктуемом интересами дальнейшего наращивания выручки или другими обстоятельствами, происходит изменение доли постоянных расходов в сумме затрат и действие операционного левеиджа опять усиливается.

При постепенном увеличении выручки от реализации значение эффекта операционного левеиджа снижается и в пределе стремится к единице. Однако, если увеличить значение постоянных затрат в сумме издержек, эффект операционного левеиджа сформируется на более высоком уровне и снова начнет снижение к единице при увеличении выручки.

Крайне важно, что повышенный удельный вес постоянных затрат усиливает действие операционного левеиджа не только в положительном, но и в отрицательном направлении. В этом случае снижение деловой активности предприятия выливается в умноженные потери прибыли.

Операционный и финансовый риск на уровне предприятия действуют в системе, образуя единый риск. Поэтому при оценке такого риска целесообразно рассматривать показатели левеиджа во взаимодействии, которое проявляется в категории комбинированного левеиджа.

Развернутая многофакторная формула комбинированного левеиджа (1.9) позволяет выделить все основные факторы, воздействующие на формирование чистой прибыли предприятия:

- соотношение собственного и заемного капитала предприятия;
- цена заемных источников средств;
- сумма постоянных издержек в релевантном периоде;
- удельный вес переменных издержек в совокупных затратах предприятия;
- объем производства и реализации.

Итоговое значение комбинированного левеиджа без анализа факторов, его составляющих, не является определяющим при принятии управленческих решений и формировании политики управления рисками предприятия. С одной стороны, комбинированный левеидж в полной мере отражает степень внутреннего финансового риска, связанного с предприятием. Но, проявляя совместное действие операционного и финансового левеиджей, в итоговом значении он не показывает силы воздействия каждого из них в отдельности. Поэтому, исходя из значения данного показателя, можно формировать стратегические установки по управлению структурой источников средств и направлений их использования, но при этом необходимо проанализировать причины и факторы формирования текущего результата, для чего возможно использовать предлагаемый нами факторный подход.

Рассмотренные положения позволяют не только оценить значимость категории «левеидж» с позиции теории, но и дать более наглядную ее интерпретацию, объясняющую смысловую нагрузку этого термина. Действительно, левеидж выступает как своеобразный «рычаг», позволяющий достичь более значимых финансовых результатов, оправдывающих произведенные расходы (верно и обратное, ведь показатель учитывает риск –

при неблагоприятном развитии событий потери могут быть относительно большими). Так, повышение уровня операционного леввериджа означает увеличение доли внеоборотных активов, т. е. средств производства, являющихся основным источником генерирования доходов предприятия. Эффект леввериджа в данном случае проявляется в том, что в случае правильно выбранной стратегии в отношении характера производственной деятельности приобретение новых основных средств позволяет получить дополнительную прибыль в размере, превышающем расходы на их поддержание (амортизационные отчисления) и другие постоянные расходы. Чем больше разница между дополнительными постоянными расходами и генерируемыми ими доходами, тем более существенен эффект леввериджа.

С точки зрения финансирования крайне значим финансовый левверидж. Очевидно, что любое решение финансового характера принимается в три этапа: на первом определяются потребности в финансировании; на втором – возможности в мобилизации финансовых средств; на третьем – финансовые инструменты, которыми целесообразно воспользоваться в процессе финансирования. Число принципиально различающихся источников финансовых ресурсов ограничено, каждый имеет свои достоинства и недостатки. Прибыль – наиболее доступный источник, но он ограничен в объеме, весьма вариабелен и предполагает некоторые обязательные направления использования (дивиденды). Акционерный капитал – достаточно дорогостоящий источник средств. Краткосрочные пассивы, например, банковские кредиты, имеют ряд очевидных достоинств – несоизмеримо меньше затраты на мобилизацию по сравнению с эмиссией акций и облигаций, меньше процентная ставка по сравнению с долгосрочными кредитами и займами, больший динамизм, поскольку величиной кредита можно управлять в зависимости от финансовых потребностей и др. Вместе с тем ориентация на этот источник сопряжена и с негативными моментами – ставки по краткосрочным кредитам изменчивы, возрастает риск потери ликвидности и др. В частности, проблема ликвидности в отношении заемных средств возникает всякий раз, когда нужно рассчитываться с кредитором либо по текущим процентам, либо, что гораздо существеннее, по основной сумме долга; чем чаще возникает необходимость расчетов по кредиту, тем больше вероятность обострения проблемы ликвидности. Таким образом, вполне логичным выглядит практика привлечения долгосрочных заемных средств, а эффект леввериджа проявляется в том, что расходы на поддержание этого источника меньше его вклада в генерирование дополнительной прибыли, т. е. в конечном итоге благосостояние владельцев предприятия возрастает.

Можно согласиться с Е. Стояновой, которая сравнивает финансовый левверидж с обоюдоострым мечом: с одной стороны - повышение его уровня (т. е. увеличение доли долгосрочных заемных средств в общей сумме капитала) приводит к получению дополнительной прибыли; с другой стороны - возрастает уровень финансового риска, поскольку увеличиваются расходы на расширение этого источника, повышается вероятность банкротства и др. [82].

Практические действия по управлению уровнем левириджа не поддаются жесткой формализации и зависят от ряда внешних и внутренних факторов: стабильности продаж, степени насыщенности рынка продукцией данного предприятия, наличия резервного заемного потенциала, темпа развития предприятия, текущей структуры активов и пассивов, налоговой политики государства в отношении инвестиционной деятельности, текущей и перспективной ситуации на фондовых рынках и др. В частности, если предприятие имеет стабильно прочные позиции на рынке товаров и услуг, т. е. прибыль, генерируется в достаточном объеме, а возможности потребления продукции на рынке товаров не исчерпаны, то она вполне может прибегнуть к привлечению дополнительного заемного капитала для расширения масштабов деятельности. Точно также, если предприятие не исчерпало свой резервный заемный потенциал, а инвестиционные возможности выглядят привлекательными, то для их реализации вполне оправданно сделать ставку на долгосрочные заемные средства. Очевиден и тот факт, что предприятия, находящиеся на стадии быстрого развития, т.е. успешно наращивающие свои производственные мощности, могут более активно привлекать заемные средства по сравнению с предприятиями, чей бизнес развивается не столь успешно; иными словами, некоторое повышение внутреннего финансового риска здесь вполне оправданно.

2.3. Ресурсное обеспечение финансовой устойчивости предприятия

Мероприятия по обеспечению финансовой устойчивости должны демонстрировать возможность достижения наилучшего результата, гарантирующего создание фондов, достаточных для сохранения и дальнейшей успешной работы организации.

Мероприятия, обеспечивающие финансовую устойчивость, направлены на выполнение целей объектной и функциональной структур. Все мероприятия имеют разную степень важности относительно главной цели – повышения финансовой устойчивости.

На первое место, по-видимому, следует поставить мероприятия, обеспечивающие стабилизацию денежных потоков. Ценность этих мероприятий заключается в том, что денежные потоки, представленные в стратегическом аспекте характеризуют внутреннее финансирование из оборота. При наличии таких мероприятий корректировки в рамках стратегического анализа требуются в незначительной мере. Это относится к необходимости варьировать потоки выплат и поступлений для согласования и выравнивания в целях гарантии ликвидных резервов

Стабилизация денежных потоков влияет на поведение инвесторов организации. Величины задолженности, инвестиций, сопоставляемые с объемом денежных потоков дают возможность определить финансовую силу предприятия по отношению к его потребности в капитале или задолженности. Компоненты мероприятий, стабилизирующих денежные потоки, представлены в таблице 2.3. Операционный денежный поток формируется за счет

поступлений от сбыта произведенной продукции, работ, услуг. Он уменьшается на величину выплат за использованные производственные ресурсы: персонал, материалы, услуги, информацию. Неоперационный денежный поток представляет собой поступления по лицензиям, аренде и выплаты по тем же объектам. Соотношение этих выплат и поступлений зависит от структуры капитала и потребности в ее изменении.

Таблица 2.3

Компоненты мероприятий, стабилизирующих денежные потоки

Мероприятия	Компоненты мероприятий	
	Поступления	Выплаты
Формирование исходного уровня и платежных средств	<input type="checkbox"/> Касса <input type="checkbox"/> Расчетные счета	*
Стабилизация денежных потоков 1) Операционный метод	От производственной программы	На производственные ресурсы: <input type="checkbox"/> Персонал <input type="checkbox"/> Материалы <input type="checkbox"/> Услуги <input type="checkbox"/> Информация
2) Неоперационный метод	<input type="checkbox"/> По лицензиям <input type="checkbox"/> аренде <input type="checkbox"/> процентам <input type="checkbox"/> возврату налогов <input type="checkbox"/> возврату штрафов	<input type="checkbox"/> По лицензиям <input type="checkbox"/> аренде <input type="checkbox"/> процентам <input type="checkbox"/> налогам <input type="checkbox"/> штрафам
Стабилизация инвестиционных потоков 1) Материальный метод	<input type="checkbox"/> По земельным участкам <input type="checkbox"/> зданиям <input type="checkbox"/> оборудованию <input type="checkbox"/> оснащению <input type="checkbox"/> материалам	<input type="checkbox"/> По земельным участкам <input type="checkbox"/> зданиям <input type="checkbox"/> оборудованию <input type="checkbox"/> оснащению <input type="checkbox"/> материалам
2) Финансовый метод	<input type="checkbox"/> Продажа паев <input type="checkbox"/> Продажа ценных бумаг	<input type="checkbox"/> Покупка паев <input type="checkbox"/> Покупка ценных бумаг
Оптимизация внешнего финансирования	<input type="checkbox"/> Привлечение собственного капитала <input type="checkbox"/> Привлечение заемного капитала	<input type="checkbox"/> Возврат собственного капитала <input type="checkbox"/> Возврат заемного капитала
Формирование ликвидного уровня платежных резервов	*	<input type="checkbox"/> Касса <input type="checkbox"/> Расчетные счета

В стратегическом анализе объекты инвестиций должны быть упорядочены по признакам срочности и происхождению. По срочности различают объекты, которые обязательно будут начаты или продолжены в стратегическом периоде. К ним относятся объекты, реализация которых по техническим, экономическим или иным причинам не может быть перенесена. Это могут быть инвестиции в соответствии с природоохранным законодательством или безопасности труда. Другая группа – это свободные объекты, которые могут заменяться в течение стратегического периода.

Денежный поток имеет прямую и обратную связь со структурой капитала организации. Мероприятия финансовой устойчивости, поддерживающие структурную ликвидность организации, имеют в своем составе определение стратегической ориентации платежных средств. Мероприятия финансовой устойчивости, поддерживающие структурную ликвидность организации, представлены в таблице 2.4.

Таблица 2.4

Компоненты мероприятий, поддерживающих структурную ликвидность

Мероприятия	Компоненты мероприятий	
	Использование средств	Формирование источников
Внутреннее финансирование	<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Приобретение нематериальных активов <input type="checkbox"/> Приобретение оборудования <input type="checkbox"/> Увеличение запасов <input type="checkbox"/> Увеличение дебиторской задолженности 	<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Прибыль <input type="checkbox"/> Амортизация <input type="checkbox"/> Увеличение резервов <input type="checkbox"/> Увеличение целевых фондов <input type="checkbox"/> Продажа нематериальных активов <input type="checkbox"/> Уменьшение запасов <input type="checkbox"/> Уменьшение дебиторской задолженности
Внешнее финансирование	<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Уменьшение собственного капитала <input type="checkbox"/> Погашение кредитов 	<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Увеличение собственного капитала <input type="checkbox"/> Получение кредитов
Стратегическая ориентация платежных средств	<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Увеличение запаса платежных средств 	<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Уменьшение запаса платежных средств

Компоненты мероприятий, поддерживающих структурную ликвидность, ориентированы на увеличение или уменьшение запаса платежных средств. Они теснейшим образом взаимодействуют с резервами ликвидности, которые могут интерпретироваться как своего рода инвестиции в обеспечение

финансовой устойчивости с минимальным риском. Их следует отличать от платежных средств, которые образуются от излишков покрытия. Мероприятия по созданию резервов ликвидности следует отличать от мероприятий по гарантированию платежеспособности. К последним относятся соглашения о лимитах кредитования. Они ведут к поступлению денежных средств лишь при выполнении договоров кредитования.

Резервы ликвидности зависят, прежде всего, от величины ликвидности активов организации. Если активы организации представлены в основном медленно реализуемыми активами, т.е. большая часть средств инвестирована в производственный процесс, тогда резервы ликвидности выступают в роли конкурента стремлению к прибыли организации. С увеличением резервов ликвидности увеличивается сумма издержек упущенной выгоды, к которым добавляются издержки по поддержанию запаса резервных средств. Эти издержки проявляются в явном виде, в то время как издержки по устранению дефицита платежных средств достаточно сложно определить в явном виде. Оптимальная ликвидность определяется при достижении обеими суммами своих минимальных значений. Мероприятия, обеспечивающие ликвидность активов представлены в таблице 2.5.

Для обеспечения ликвидности активов организации необходимо учитывать специфику ее отраслевой деятельности.

Таблица 2.5

Компоненты мероприятий, обеспечивающих ликвидность активов

Мероприятия	Компоненты мероприятий	
	Поступления	Выплаты
Равномерное обновление трудно реализуемых активов	Сохранение авансированных денежных средств на постоянном уровне	Изъятие лишней амортизации
Оптимизация медленно реализуемых активов	Реализация сверхнормативных запасов	Пополнение запасов до их нормативного уровня
Санация быстро реализуемых активов	Своевременное выявление просроченной дебиторской задолженности	Списание безнадежной задолженности дебиторов
Обоснование лимитов и резервов ликвидных активов	Пополнение ликвидных активов в соответствии с установленными лимитами и резервами	Своевременные выплаты по ликвидным активам

Рост ценности капитала организации базируется на мероприятиях, обеспечивающих максимизацию дисконтированного дохода, увеличение прибыли, повышение рентабельности, усиление деловой активности. Деловая активность в стратегическом аспекте финансовой устойчивости проявляется, прежде всего, в скорости оборота капитала, обеспечивая при этом рост его ценности. Анализ мероприятий деловой активности заключается в

исследовании динамики ее компонентов, являющихся в свою очередь относительными показателями мероприятий максимизации дисконтированного дохода. Компоненты мероприятий деловой активности представлены в таблице 2.6.

Вышеприведенные мероприятия характеризуют качество использования капитала, в то время как мероприятия, обеспечивающие финансовое равновесие, ориентированы на выравнивание выплат и

Таблица 2.6

Компоненты мероприятий деловой активности

Мероприятия	Компоненты мероприятий	
	Числитель	Знаменатель
Повышение общей оборачиваемости капитала	Выручка от реализации	Средний за период итог баланса
Ускорение оборачиваемости мобильных средств	Средняя за период величина запасов и затрат	Средняя за период величина денежных средств, расчетов и прочих активов
Ускорение оборачиваемости запасов и затрат	Затраты на производство реализованной продукции	Средняя за период величина денежных средств, расчетов и прочих активов
Ускорение оборачиваемости готовой продукции	Затраты на производство реализованной продукции	Средняя за период величина готовой продукции
Ускорение оборачиваемости дебиторской задолженности	Выручка от реализации	Средняя за период дебиторская задолженность
Ускорение оборачиваемости кредиторской задолженности	Величина использования денежных средств за период	Средняя за период величина денежных средств, расчетов и прочих активов
Повышение фондоотдачи основных средств и прочих внеоборотных активов	Выручка от реализации продукции	Средняя за период величина основных средств и прочих внеоборотных активов
Ускорение оборачиваемости собственного капитала	Выручка от реализации продукции	Средняя за период величина источников собственных средств организации

поступлений в явном виде. Мероприятия деловой активности повышают финансовую устойчивость не изолировано от других мероприятий, а действуя в комплексе с ними. Кроме того, между мероприятиями деловой активности существует взаимосвязь. Это проявляется через компоненты соответствующих мероприятий. Например, выручка от реализации как компонента присутствует в мероприятиях повышения общей оборачиваемости капитала в ускорении в ускорении оборачиваемости собственного капитала, ускорении оборачиваемости дебиторской задолженности, повышении фондоотдачи

основных средств и прочих внеоборотных активов. Эти мероприятия находятся в мультиколлинеарной зависимости, что означает необходимость их раздельного учета и исключения двойного счета при определении влияния на генеральную цель – повышение финансовой устойчивости.

Максимизация дисконтированного дохода, увеличение прибыли, повышение рентабельности – обеспечиваются мероприятиями, в основе которых предусмотрена ориентация на конечный результат организации. Базисными мероприятиями считаются те, без которых невозможно получить необходимый лимит прибыли. Максимизация прибыли обеспечивается мероприятиями в качестве условия поддержания финансового равновесия. Инвесторы акционерного капитала могут максимизировать балансовую прибыль при условии, что будут удовлетворены и другие заинтересованные группы. Максимизация прибыли в абсолютном виде предполагает использование всех шансов организации, увеличивает риск конкуренции и опасность потерять финансовое равновесие. Таким образом, мероприятия должны быть ориентированы на критерии максимального лимита прибыли при заданных условиях финансового равновесия. Они характеризуют цели структурной ликвидности, ликвидности активов, стабилизации денежных потоков и проявляются в мероприятиях, обеспечивающих максимизацию дисконтированного дохода через соотношения компонентов этих мероприятий. Мероприятия, обеспечивающие максимизацию дисконтированного дохода, повышение рентабельности, увеличение прибыли представлены в таблице 2.7.

Таблица 2.7

Компоненты мероприятий, обеспечивающих максимизацию дисконтированного дохода, повышение рентабельности, увеличение прибыли

Мероприятия	Компоненты мероприятий	
	Числитель	Знаменатель
Повышение рентабельности продаж	Прибыль от реализации продукции	Выручка от реализации продукции
Повышение рентабельности капитала	Прибыль от реализации продукции	Средний за период итог баланса
Повышение рентабельности основных средств и прочих внеоборотных активов	Прибыль от реализации продукции	Средняя за период величина основных средств и прочих внеоборотных активов
Повышение рентабельности собственного капитала	Прибыль от реализации продукции	Средняя за период величина источников собственных средств
Повышение рентабельности перманентного капитала	Прибыль от реализации продукции	Средняя за период величина долгосрочных кредитов и займов

Мероприятия финансовой устойчивости, представленные в таблицах 2.6 и 2.7 во многом повторяют друг друга, хотя относятся к разным группам – монетарным и материальным. Это означает, по нашему мнению, тесную

взаимосвязь монетарных целей финансовой устойчивости с материальными целями производственной стабильности. Предложение о включении какого-либо мероприятия в схему стратегического анализа финансовой устойчивости необходимо формировать с учетом этих взаимосвязей. Каждое мероприятие должно иметь четкую направленность по отношению к генеральной цели – повышению финансовой устойчивости.

ВЫВОДЫ ПО ГЛАВЕ

1. Одними из обобщающих критериев эффективности деятельности предприятия являются показатели финансовой устойчивости, показатели ликвидности, показатели деловой активности и показатели рентабельности, позволяющие рассчитать или, по крайней мере, оценить воздействие (финансовых) рисков на ключевые параметры финансового состояния организации (предпринята попытка систематизировать данные показатели).

2. В настоящее время в экономически развитых странах нормативные значения финансовых коэффициентов дифференцированы по отраслям и, что очень важно, используются не для принятия волевых решений, а лишь как средство анализа. Кроме того, анализ нормативов финансовых коэффициентов, проводимый отечественными учеными, обнаруживает некорректность пороговых значений с точки зрения согласованности их между собой. Предложенные для каждого из коэффициентов в отдельности, в комплексе нормативы противоречат друг другу. Использование подобных критериев на практике может дезориентировать аналитиков, так как способно создать превратное впечатление о финансовой сбалансированности предприятия при отсутствии таковой в действительности.

3. Необходимо отметить изолированность анализа отобранных финансовых показателей, так как какие-то показатели могут находиться в критической зоне, а какие-то быть удовлетворительными. Показателей огромное число – это может дать обратный эффект: распыляется внимание, трудно принять окончательное решение, так как многие коэффициенты меняются разнонаправлено. Многокритериальность усложняет процесс принятия адекватных управленческих решений. Одним из путей решения проблемы является разработка рейтинговых систем оценок, основанных на однокритериальности (вычисляется суммарное количество баллов, на основании которого осуществляется ранжирование предприятий по классам). Нами представлена классификация предприятий по степени риска, исходя из фактического уровня показателей финансовой устойчивости и рейтинга каждого показателя, выраженного в баллах.

4. Помимо показателей, характеризующих финансовое состояние предприятия, к обобщающим критериям эффективности деятельности данного предприятия также можно отнести показатели лeverиджа. В контексте факторной трактовки финансового лeverиджа управленческие решения с учетом риска основываются на факторном анализе лeverиджа и воздействуют на различные степени доходности собственных и привлеченных финансовых ресурсов, а также структуру капитала и финансовую устойчивость предприятия. Управленческие решения в области производственной и коммерческой деятельности, подверженной операционному риску, позволяют на основе критерия операционного лeverиджа воздействовать на структуру активов и соотношение постоянных и переменных затрат для максимизации первичной эффективности и оптимизации финансовых рисков.

5. Многофакторная формула комбинированного леввериджа, объединяющая факторные подходы к финансовому и операционному леввериджу в единую систему, позволяет как охарактеризовать ситуацию «эффективность – риск» предприятия в целом, так и определить ключевые причины и факторы воздействия на ситуацию с учетом рисков.

6. Предложена система мер по ресурсному обеспечению финансовой устойчивости, позволяющая провести коррекцию финансовых показателей с целью их приведения к желаемому диапазону значений. Мероприятия по обеспечению финансовой устойчивости должны демонстрировать возможность достижения наилучшего результата, гарантирующего создание фондов, достаточных для сохранения и дальнейшей успешной работы организации. К ним можно отнести: мероприятия, обеспечивающие стабилизацию денежных потоков; поддерживающие структурную ликвидность организации; обеспечивающие ликвидность активов и деловую активность; обеспечивающие максимизацию дисконтированного дохода, повышение рентабельности, увеличение прибыли.

ГЛАВА 3. КОЛИЧЕСТВЕННЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ФИНАНСОВЫХ РИСКОВ В ОЦЕНКАХ ФИНАНСОВОЙ УСТОЙЧИВОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

3.1. Методика учета оценок степени финансового риска по отношению к системе финансовых показателей

Возможность принятия эффективных управленческих решений по обеспечению финансовой устойчивости во многом зависит от возможности получить подходящие количественные оценки для возможных финансовых рисков. Здесь под количественными характеристиками рисков понимаются такие, как: вероятность совершения определенного события, среднеожидаемое значение ущерба, среднеквадратическое отклонение от ожидаемого значения – в том случае, если данный конкретный вид риска может рассматриваться как имеющий вероятностную (стохастическую) природу. Некоторые виды рисков, в исследовании которых применение статистических методов некорректно, тем не менее могут сопровождаться аналогичными по смыслу оценками; в частности, может быть определен диапазон изменения интересующей величины. Столь же значимы количественные оценки возможностей предприятия (прогноз) в той или иной конкретной ситуации, связанные с риском. В целом первые (т.е. количественные оценки рисков) позволяют оценить вероятные границы изменения подверженных риску показателей (например, валовой прибыли) при заданных параметрах хозяйствования, вторые – определить такие значения этих параметров, при которых указанные границы окажутся приемлемыми с точки зрения финансовой устойчивости (или установить факт невозможности дальнейшего функционирования предприятия). И даже более точно – поскольку осуществление мероприятий по нейтрализации рисков в свою очередь подвержено случайным воздействиям – определить степень возможности (в количественном смысле - вероятность) «удержания» этих параметров в границах, обеспечивающих в требуемом смысле противодействия исходным рискам.

Для решения обоих вопросов (количественные оценки рисков и количественные оценки возможности их нейтрализации) естественно привлечь известную и упоминавшуюся систему показателей, характеризующих финансовую сторону деятельности предприятия. Вместе с тем уже беглый анализ этих показателей, а в существенно большей степени выводы, сделанные во второй главе, показывают, что непосредственное их использование затруднительно в силу ряда обстоятельств.

Во-первых, рассматривать как независимые, самостоятельные можно лишь некоторые виды рисков, которые в большинстве случаев не связаны непосредственно с теми величинами, на основании которых вычисляются финансовые показатели. Тем самым считать определяемыми,

по крайней мере, потенциально, числовые характеристики этих показателей не всегда возможно.

Во-вторых, рассчитываемые показатели представляют хотя и весьма простые, арифметические, но все же функции от подверженных влиянию рисков величин. Следовательно, необходимо рассчитать или хотя бы оценить, как, например, диапазон изменения функции зависит от диапазона изменения ее аргумента (или аргументов).

В третьих, в подавляющем большинстве рассматриваемых в научной литературе случаев, за исключением относительно частных специальных вопросов, уже упоминавшиеся известные показатели оценивают состояние предприятия фактически по системе «хорошо-плохо». По-видимому, подразумеваемая трактовка тех или иных значений этих показателей такова: «предыдущий опыт показывает, что в аналогичной ситуации чаще всего происходило то-то и то-то». Учет степени рисков должен позволить существенно уточнить это толкование, прежде всего в направлении – что следует и что возможно сделать в том или ином конкретном случае.

Отметим, далее, что из перечисленных ранее показателей фактически только один, а именно, леверидж, дает возможность оценивать единственный по существу интересующий параметр – изменение будущей прибыли. Остальные связаны с прогнозом прибыли лишь косвенно.

Обосновывая необходимость подробного исследования финансовых показателей с точки зрения их связи с проявлениями финансовых рисков, следует заметить также, что *динамика* их изменения бывает более информативна в смысле оценки устойчивости, чем конкретные их статические значения. По существу это связано с обсуждавшимися в первой главе концептуальными различиями понятий «состояние» и «устойчивость». Для оценки устойчивости по динамике несомненный интерес представляет количественное (аналитическое) исследование этой динамики «в норме» и под воздействием рисков.

Как известно, глубина и определенность (конкретность) результатов и выводов исследования находится в обратной зависимости с величиной области их применимости (общностью); вместе они связаны с системой необходимых упрощающих допущений, которые, в свою очередь, во многом определяют совокупность инструментов исследования, его методов. В данном случае мы предполагаем рассмотреть возможность получения некоторых обоснованных выводов без привлечения специальных математических методов: это потребовало бы пересмотра по существу системы целей и задач проводимого исследования. Тем не менее мы полагаем – и предполагаем обосновать в данной главе – что и в нашем случае возможно получение практически значимых результатов по рассматриваемому вопросу.

Нами предлагается следующая схема рассуждений. Эффективная и устойчивая (в финансовом аспекте) деятельность предприятия

обеспечивается подходящим соотношением поступлений денежных средств и их расходом. В гипотетически идеальной ситуации (здесь мы не будем обсуждать вопрос о ее достижимости – он относится в первую очередь к экономической теории, но будем иметь ввиду известную точку зрения, что в рыночной экономике это невозможно по существу способа ее функционирования) рисков нет, и идеальный менеджмент рассчитывает оптимальную финансовую стратегию, исходя из предположительно известных параметров внешней среды, в частности, возможностей заимствования средств.

Ситуация существенно меняется, если мы допускаем возникновение рисков. Фактически основной проблемой становится прогнозирование развития состояния предприятия. По отношению к финансовой устойчивости проявление рисков состоит в том, что происходят изменения в поступлениях и/или расходах – против предполагавшихся их значений. Очевидно, требуется установить возможные границы этих изменений. Поэтому следует далее выделить все или основные виды (части) этих перемещений денежных средств и связать их с определенными видами (типами) рисков. Структура этих связей может быть сложной и ее анализ, по существу, является одной из основных задач риск-менеджмента. Далее – в той мере, в какой целесообразно использовать те или иные (математические) инструменты исследования – мы можем связать количественные характеристики «первичных рисков» и требуемые характеристики изменений поступлений и расходов. Если, например, исследовать валовую прибыль (что весьма близко к исследованию платежеспособности и в целом устойчивости), то тем самым, по существу будет решена задача определения границ ее изменения. Эти рассуждения могут быть применены к сочетанию некоторого данного и некоторого одного будущего момента времени, а затем обобщены на случай нескольких будущих моментов времени – различие (разумеется, существенное в вычислительном отношении) состоит в необходимости получать и использовать распределенные во времени (т.е. долгосрочный прогноз) характеристики рисков. Для оценки возможностей предприятия по нейтрализации рисков, а фактически – по обеспечению необходимого уровня выручки от реализации, предполагается использовать показатели левериджа, преимущества которых были раскрыты нами во второй главе. Представляет интерес – и самостоятельный, и в связи с последним замечанием – оценка влияния рисков на рассматриваемую систему показателей, поскольку тем самым можно оценить изменение во времени возможностей предприятия реагировать на риск и тем самым прогнозировать на более длительную перспективу возможность сохранения требуемого диапазона изменения в данном случае прибыли.

С другой стороны, здесь уместно продолжить упоминавшуюся в главе 1 аналогию между «состоянием» и «устойчивостью» с одной стороны и «функцией» и «производной» с другой. Поскольку устойчивость, как «производная», служит основой для определения «интегрального» эффекта

(выражающегося в прогнозе будущего состояния на некоторый момент времени), то информация о ее изменении в пределах интервала прогнозирования должна позволить уточнить этот эффект; другими словами, можно интересоваться «второй производной». Поскольку, по крайней мере, для показателей левеиджа имеется определенное аналитическое выражение (в отличие, например, от показателей ликвидности, содержащих «скрытую неопределенность» в виде конкретной структуры активов на данный момент времени), эту информацию получить относительно просто.

Среднеожидаемое значение и среднеквадратичное отклонение как основные оценки степени стохастических рисков

Следует особо подчеркнуть, что случайность, как «неопределенность в будущем» может иметь различный характер проявления. Последующее изложение относится к рискам, которые можно классифицировать как подчиняющиеся статистическим закономерностям. Возможность сходного анализа для совокупности всех рисков дискуссионна; вместе с тем результаты расчетов могут использоваться как сравнительные характеристики. Например, практически невозможно объяснить, что значит «вероятность успеха инвестиционного проекта равна 0,9» (особенно уникального), но вполне ясно, что «0,9» лучше чем «0,5».

Ниже предполагается всюду стохастическая природа рисков и используются следующие (известные и общеупотребительные) сведения из теории вероятностей:

если X , Y – случайные величины, $M(X)$, $M(Y)$ – их среднеожидаемые значения (математические ожидания) и “ a ” – число, то

$$M(aX) = aM(X), \quad M(X+Y) = M(X) + M(Y);$$

что касается равенства $M(XY)=M(X) \cdot M(Y)$, то оно верно только для так называемых «независимых» случайных величин. Оставляя в стороне возможную дискуссию о допустимости и обосновании предположения независимости некоторых случайных величин – и их аналогов в реальной жизни – отметим, что по отношению к рискам, особенно экономическим и тем более финансовым, следует условие независимости рассматривать с осторожностью и применять в «кристально ясных» случаях и с осторожными оговорками – что и будет сделано далее. Для избежания возможных некорректностей оставим открытым этот вопрос там, где он вызовет потенциальные затруднения, или возможно, введем какие-либо более простые, хотя может быть и более грубые предположения (например, неочевидным является ответ на вопрос: являются ли независимыми случайные колебания выручки от реализации /или объема выпуска/ и переменных затрат?).

Среднеквадратичное отклонение $\sigma(X)$ равно по определению корню квадратному из дисперсии $D(X)$. Вместе $M(X)$ и $\sigma(X)$ являются

общепринятыми оценками степени рисков – в том случае, если допустимо предположение о стохастической (вероятностной) природе этих рисков (вместо $\sigma(X)$ употребляются и другие меры «разбросанности» ожидаемых значений X ; их свойства и возможности применения могут быть исследованы аналогичным путем).

Свойства $\sigma(X)$:

$$D(aX) = a^2D(X), \quad \sigma(aX) = a \sigma(X); \quad (3.1)$$

Для *независимых* X и Y справедливо: $D(X+Y) = D(X)+D(Y)$ и соответственно $\sigma(X+Y) = \sqrt{\sigma^2(X) + \sigma^2(Y)}$; полезно иметь в виду, что единицы измерения X и $\sigma(X)$ совпадают. Кроме того, приближенное равенство

$$\sigma(X+Y) \approx \sigma(X) + \sigma(Y)$$

хотя и не является особо точным, тем не менее верно в смысле оценки порядка роста (при сравнимых по величине данных среднеквадратичных).

Из курса «математическая статистика» [61,67,95,103] известно, что во многих практически важных случаях (реальная практика многих прикладных, в частности, экономических, исследований ими и ограничивается) ширина интервала, в который с некоторой заданной вероятностью попадает величина X , прямо пропорциональна $\sigma(X)$: с вероятностью γ

$$M(X) - k \sigma(X) \leq X \leq M(X) + k \sigma(X) \quad (3.2)$$

где константа k определяется, в основном, по известному γ . Для примерных оценок можно принять $k = 2$ (приблизительно соответствует $\gamma = 0,95$, если предположить, что X – нормальная случайная величина). Разделив все части неравенства (3.2) на $M(X)$, получаем

$$\left| 1 - \frac{X}{M(X)} \right| \leq 2 \cdot V \quad \text{с вероятностью } 0,95, \quad (3.3)$$

где $V = \frac{\sigma(X)}{M(X)}$ – коэффициент вариации (часто используемый на практике).

Поскольку для *зависимых* величин $D(X+Y)$ может быть существенно больше суммы $D(X)+D(Y)$, то формулы (3.1), (3.2) служат хорошей иллюстрацией важности решения вопроса о независимости (так, $D(2X) = 4D(X)$ и мы находим, что если *независимые* X и Y имеют одинаковые среднеквадратичные отклонения, то оценка интервала для $2X$ ровно в два раза хуже, чем для $X+Y$). Поскольку в оценивании финансовой устойчивости явно или неявно участвуют интервалы типа (3.2), становится

ясно, что вопрос о независимости влияния рисков достаточно существенен. В целом, чем сложнее структура связей, путей влияния отдельных видов рисков на исследуемые итоговые показатели – в первую очередь, поступлений и расходов денежных средств, тем сложнее расчет среднеквадратичных отклонений этих показателей.

Теперь можно конкретизировать постановку задачи и последовательность использования количественных оценок (среднеквадратичного отклонения) степени рисков для обеспечения финансовой устойчивости предприятия.

1. Первоначально следует установить (выбрать или принять рекомендуемые): совокупность показателей вместе с указанными диапазонами их значений со следующим свойством – если в данный момент времени значения *всех* показателей лежат в заданных диапазонах, финансовое состояние предприятия считается удовлетворительным. Ставится задача вычислить – для некоторого фиксированного будущего момента – вероятность того, что оно останется таковым. Если указанная вероятность будет выше определенного (например, нормативного) значения, текущее финансовое состояние считаем устойчивым (финансовую устойчивость обеспеченной).

2. На основании установленной (теоретически) связи между показателями и отдельными видами рисков и взаимозависимости рисков между собой и особенностями конкретного предприятия, системы его хозяйственных связей) необходимо посредством методов математической статистики выразить для каждого показателя X функциональную связь между его среднеквадратичным отклонением $\sigma(X)$ или коэффициентом вариации $V(X)$ и аналогичными величинами, характеризующими риски, влияющие в совокупности на данный показатель

3. По принятому в п.1 значению вероятности и результатам расчетов п.2 определяем прогнозируемый интервал для показателя X . Здесь применяются формулы, сходные с (3.3)

Если для некоторого показателя рассчитанный интервал больше указанного в п.1, считаем, что финансовая устойчивость нарушена.

Обеспечение финансовой устойчивости в контексте данного определения следует понимать как действия, направленные на приведение величин прогнозируемых интервалов и/или вероятностей попадания в эти интервалы к требуемым значениям. Изменяя величину указанного в п.1 временного интервала, можно рассматривать краткосрочную и перспективную финансовую устойчивость.

В развитие принципов изложенного подхода к оценке влияния рисков на устойчивость предлагается:

1) дополнить систему классификации рисков их ранжированием по степени вклада в изменчивость итоговых показателей (например, оцениваемую коэффициентом вариации). Эта классификация будет зависеть от исходного состояния, устойчивость которого оценивается.

2) модифицировать рейтинговые оценок предприятий по уровню устойчивости: независимо от способа построения итогового интегрального показателя, назначение границ классов по уровню устойчивости должно учитывать оценку (среднеквадратичное отклонение, коэффициент вариации) степени влияния рисков на рассчитываемый показатель.

3) определить приоритеты в проведении мероприятий, обеспечивающих финансовую устойчивость. Изменение границ интервала (1) для показателя X может быть достигнуто двумя способами: изменением среднеожидаемого значения $M(X)$ – например, путем создания и использования резервных фондов, экономией средств и т.п. (некоторые возможные конкретные варианты действий приведены в главе 2) – и изменением (уменьшением) значения V , для чего могут быть применены известные приемы нейтрализации рисков, в частности, страхование и диверсификация. Оптимальный вариант может быть определен например, по критерию минимума затрат на достижение требуемого эффекта.

Отметим в заключение обзора возможных к применению математических формул, что в предыдущем изложении, основывавшемся в том числе и на тенденциях освещения темы исследования в научной литературе есть определенная несимметричность рассмотрения рисков с акцентом на их отрицательные последствия, на ущерб. Данное обстоятельство легко объяснимо реалиями современной экономической ситуации в стране, еще недавно являвшейся по крайней мере предкризисной. Этот акцент может быть учтен в количественном оценивании, но он должен быть учтен, по крайней мере в виде оговорки о том, что для случайных отклонений допускаются (например) только отрицательные значения, поскольку среднеквадратичное отклонение, являющееся оценкой степени риска имеет разные значения для произвольной или только отрицательной величины. Следует отметить, что ситуация осложняется возможной разновероятностью отклонений в ту или другую сторону (в противном случае можно было бы как бы разделить исследуемые эффекты пополам). Отбрасывание вероятности положительного эффекта приводит в теоретических выкладках к преувеличению возможности отрицательного эффекта. Это не столь уж безболезненно, поскольку потенциально влечет нерациональное расходование сил и средств (и непосредственно денежных в том числе), которые могли бы быть использованы для более эффективной нейтрализации рисков на более длительную перспективу.

3.2. Оценки степени финансового риска по отношению к отдельным финансовым показателям

Показатели финансовой независимости

Показатели, входящие в состав этой группы, не включают в себя величин, которые можно было бы принять как непосредственное проявление

случайных факторов. Вместе с тем они могут служить основой для расчета вероятности наступления нежелательных событий примерно по следующей схеме: чем выше доля заемных средств – и следовательно, или просто больше юридических и/или физических лиц, обладающих правом и возможностью принимать самостоятельные решения или больше степень заинтересованности кредиторов – и чем хуже значения показателей, могущих представить интерес для этих лиц, тем выше вероятность принятия ими решений в нежелательном для предприятия направлении. По-видимому вполне правомерно принять прямую пропорциональность между величиной E (заемных средств) и вероятностью упомянутых событий; с другой стороны, желательно рассмотреть показатели не только дифференцированно по группам заинтересованных лиц, но и с учетом подлежащей исследованию степени их заинтересованности (их представлений об уровне критичности показателей). В целом, несмотря на общепризнанную важность данных показателей в целом, прямой возможности их использования для количественных оценок по отношению к рискам, по крайней мере стохастического характера, нет.

Исключением из вышесказанного составляет коэффициент обеспеченности собственными средствами, поскольку его переход через уровень 0,1 сам по себе является фактом кризиса. И числитель, и знаменатель выражения для этого коэффициента $k_{оос} = \frac{СОС}{ОС}$ (ОС – оборотные средства, СОС – собственные оборотные средства) подвержены – по разным причинам – влиянию риска. Согласно известной математической формуле (для относительных погрешностей),

$$\delta(k) = \left| \frac{\Delta k}{k} \right| \approx \left| \frac{\Delta СОС}{СОС} \right| + \left| \frac{\Delta ОС}{ОС} \right|.$$

Если принять независимость случайных колебаний $СОС$ и $ОС$, то

$$\sigma(\delta(k)) = \sigma(\delta(СОС)) + \sigma(\delta(ОС)). \quad (3.4)$$

Таким образом, риски колебаний $СОС$ (один из источников: недостаток текущих поступлений денежных средств) и $ОС$ (например, из-за увеличения потребности в $ОС$ по производственным причинам, из-за увеличения цен на сырье и т.п.) должны учитываться одновременно. Величины $\Delta СОС$, $\Delta ОС$, хотя и, возможно, связаны с $СОС$ и $ОС$, например, так, что $\Delta СОС$ уменьшается вместе с $СОС$, реально возможно и их независимое изменение. Поэтому диапазон изменения (размах) величины $\frac{\Delta СОС}{СОС}$ и, как следствие, значение $\sigma(\delta k)$ могут увеличиваться с уменьшением $СОС$, хотя и, возможно, медленнее, чем прямо пропорционально. То же верно и по отношению ко второму слагаемому. Фактически это означает, что возможность (вероятность) ухудшения

обеспеченности собственными средствами растет при приближении к критическому значению. Этот качественный вывод можно проиллюстрировать примерно так: значение k_{OCC} равное 0,11 может быть существенно более чем в два раза хуже, чем значение 0,12. (Во втором случае отклонение от критического 0,1 в два раза больше). Более точное исследование вопроса связано со значительно более строгими, математическими по существу, предположениями и рассуждениями; приведенные здесь соображения показывают, по крайней мере, целесообразность их проведения. Заметим, что в (3.4) слагаемые суть, фактически, коэффициенты вариации величин k , $COС$ и OC соответственно. Таким образом, коэффициент вариации k равен, по меньшей мере, сумме коэффициентов вариации образующих его величин. С учетом (3.3) можно сделать вывод (например; точные выкладки – предмет математического исследования): при значениях коэффициентов вариации для $COС$ и OC в пять процентов, критическим – при уровне вероятности 0,95 является значение $k_{OCC} \approx 1,2$ (выше отмечались проблемы «односторонней оценки рисков в сторону негативных последствий; в данном случае, вообще говоря, будущие значения k_{OCC} могут быть и больше, и меньше 1,2; однако утверждение «с вероятностью 0,95 интервал возможных будущих значений k_{OCC} будет содержать значение $k_{OCC} = 1$ » – верно).

Следует отметить также, что могут быть весьма полезными исследования по оптимальному регулированию частных проблем производственного (нефинансового) характера, например, оптимальное управление запасами; при решении этих задач может быть учтена необходимость обеспечения такого-то уровня, например, запасов с целью достижения приемлемого уровня потребности в финансировании.

Показатели ликвидности

В контексте главы эти показатели образуют особую группу, так как, по своему определению, направлены на оценку потенциальной возможности нейтрализовать риск. Прямой оценки влияния рисков с помощью этих показателей произвести нельзя, поскольку актуально-значимыми они становятся только с наступлением риска. Речь может идти о вероятности успешной нейтрализации наступившего рискованного события. В этом (относительно самостоятельном!) процессе могут проявиться свои риски, как например, невозможность добиться погашения дебиторской задолженности. Такие ситуации допускают количественную оценку, но предполагают мониторинг структуры активов и существование обоснованных предположений о возможном поведении дебиторов (например). В первом приближении, согласно простейшим вероятностным представлениям, вероятность риска пропорциональна доле рискованных активов, однако существенным, как отмечают отдельные авторы, может быть распределение процесса реформирования активов во времени. Достаточно сложно

формализуются такие потенциальные риски, как недостаток собственных кредитных возможностей (определяемый и собственной кредитной историей, и ситуацией на рынке банковских услуг и т.п.). В целом и по отношению к рискам показатели играют, в основном, роль качественной (сравнительной) характеристики. Обсуждение возможной трактовки конкретного уровня показателей проведено во 2 главе.

Поскольку в этих показателях подверженным случайному риску является только числитель (в знаменателе – краткосрочные обязательства), изменчивость показателей фактически прямо пропорциональна изменчивости своих числителей. Таким образом можно оценить «критические области» вблизи рекомендуемых значений этих показателей. Например, коэффициент вариации коэффициента текущей ликвидности равен коэффициенту вариации текущих (оборотных активов).

Можно приближенно оценить также необходимый уровень вероятности успешной (в случае необходимости) трансформации активов в денежную форму:

$$\begin{aligned} \text{вероятность невозможности погашения краткосрочных обязательств} = \\ = \text{вероятность наступления рискового события} \times (1 - \text{вероятность} \\ \text{успешной трансформации активов}) \end{aligned}$$

Именно последняя вероятность в этом выражении зависит от коэффициентов ликвидности, но, как уже отмечалось, ее точная оценка связана с информацией о детальной структуре активов.

Показатели рентабельности

Показатели данной группы напрямую подвержены влиянию рисков и для них могут быть вычислены количественные характеристики, подобно тому, как это будет сделано по отношению к показателям левериджа – по смыслу также являющимися своего рода рентабельностями. В отличие от показателей левериджа, показатели группы не оценивают приращения входящих в них величин и поэтому лишь исследование их в динамике может, вообще говоря, лишь качественно, оценить возможности предприятий по нейтрализации рисков («если тенденция в рентабельности сохранится, то следует ожидать, что...»). С другой стороны, динамика рентабельностей в принципе должна качественно соответствовать динамике левериджа – по смыслу входящих в эти показатели величин.

Операционный леверидж

Согласно (1.4) операционный леверидж равен:
$$DOL = \frac{\Delta GI / GI}{\Delta R / R},$$

где: ΔR – изменение объема производства и реализации, руб.;

R – объем производства и реализации, руб.

В данной главе представляет интерес обратиться к величинам

$$GI = R - VC - FC \text{ и } \Delta GI = \Delta R - \Delta VC$$

(второе равенство верно, если FC – условно-постоянные затраты действительно постоянны в рассматриваемом интервале времени).

Целесообразно выделить – в отличие или в дополнение к рассмотрению вопроса в главах 1 и 2 случайные составляющие $\Delta GI_{СЛ} = \Delta_{СЛ}R - \Delta_{СЛ}VC$ и «систематическую», производственную составляющую $\Delta GI_{ПР}$ (определяемую менеджментом). Рассмотрим, как можно интерпретировать и чем объяснить данные величины. Все компоненты $\Delta_{СЛ}$ обусловлены проявлениями рисков. При этом величины $\Delta_{СЛ}R$ и $\Delta_{СЛ}VC$ если и связаны как-то между собой, то через порождающие их общие или взаимосвязанные риски, но не как компоненты величин R и VC . Независимость величин $\Delta_{СЛ}R$ и $\Delta_{СЛ}VC$ допустимо принять в той мере, в какой обе они не связаны с производственным процессом (случайный сбой в производстве однонаправленно, хотя и возможно в разной степени, изменяет и R и VC). Две другие причины появления $\Delta_{СЛ}R$ и $\Delta_{СЛ}VC$ – ценовые изменения на рынках ресурсов и продукции взаимосвязаны в меньшей степени: рынки, в общем случае, разные (рассуждение будет более точным после выделения тренда инфляции). Принимая независимость, получаем, что

$$\sigma(DOL) \approx \frac{1}{GI} (\sigma(R) + \sigma(VC)), \quad (3.5)$$

(приведенное приближенное равенство верно, если случайная компонента в общем изменении ΔR не является доминирующей; такое предположение можно сделать, за исключением форс-мажорных обстоятельств и вообще перехода *производства* в нестабильный режим). Данная формула позволяет, во-первых, прогнозировать собственно значения DOL. Однако, возможно, более важно то, что изменчивость DOL зависит от GI и *возрастает* при его уменьшении. Поскольку – согласно определению DOL – для приложений принципиально важен знак DOL, и с уменьшением GI, согласно (3.2) и (3.3) возможность «перехода через ноль» под действием риска увеличивается, причем значительно (так как $\sigma(DOL)$ неограниченно возрастает), делаем вывод о мало пригодности DOL как индикатора финансового состояния вблизи точки нулевого GI.

В противоположном случае имеет место обратный эффект: при больших значениях GI операционный левэридж устойчив к рискам (связанным с продажами и переменными затратами). В этом случае полезно заметить, что (3.5), вообще говоря, может занижать оценку риска, определяемого внутрипроизводственными причинами: принимая $VC = k * R$ при постоянном k получаем, что

$$\sigma(DOL) \approx \frac{1}{GI} (1 + k) (\sigma(R))$$

Таким образом, низкие значения операционного левериджа являются и индикатором *возможности* достоверного прогнозирования финансового состояния, т.е. финансовой устойчивости.

Финансовый леверидж

Проанализируем аналогичным образом показатель

$$DFL = \frac{\Delta NI / NI}{\Delta GI / GI}.$$

Обратимся к равенству $NI = (GI - r * E) * (1 - T)$, где T – ставка налога на прибыль (выраженная десятичной долей). Несложно проверить (особенно если учесть относительную независимость налогового риска от других его видов), что отбрасывание множителя $(1 - T)$ не приводит к катастрофической некорректности. Поскольку в возможных *случайных изменениях* величин NI , r и E систематических связей нет, можно записать, что

$$\begin{aligned} \Delta(r * E) &= \Delta_{СЛ} r * E + r * \Delta_{СЛ} E, \\ \Delta_{СЛ} NI &= \Delta_{СЛ} GI - \Delta_{СЛ} r * E - r * \Delta_{СЛ} E. \end{aligned}$$

Допустим, что *случайные* изменения E маловероятны в рассматриваемый промежуток времени. При предположениях, сходных с теми, которые были сделаны при выводе формулы (3.5), можно получить, что

$$\sigma(DFL) \approx \frac{1}{NI} (\sigma(GI) + E * \sigma(r)) \quad (3.6)$$

Таким образом, можно охарактеризовать поведение DFL практически так же, как это было сделано для DOL; в частности, сомнительна возможность его применения вблизи точки $NI = 0$. (*Замечание.* Здесь, так же, как и при исследовании DOL посредством методов теории вероятностей несложно установить и точные критические границы применимости DOL. Мы не делаем этого, полагая, что отношению к изучаемой области этот момент не является моментом исследования – но может быть содержательным элементом исследования в другом аспекте, например, экономико-математического моделирования). Следует отметить, что изменчивость DFL *возрастает с ростом заемного капитала E*. и одновременно усиливается ее чувствительность к колебаниям r .

Проведенный анализ имеет еще одно – косвенное следствие, но достаточно важное как возможное средство методики анализа применяемых в данной теме формул вообще. Рассмотренные ранее формулы (1.3):

$$DFL = NI / S - GI / (S + E)$$

и полученная на ее основе (2.12)

$$DFL = (1 - T) * (GI / (E + S) - r) * E / S$$

были выведены при некоторых определенных допущениях. Теперь, при постоянных E , r и S , получаем (опуская множитель $1-T$):

$$\sigma(DFL) \approx \frac{E}{S} \cdot \frac{1}{E + S} \sigma(GI)$$

Поскольку реально величина отношения E к S по крайней мере не исчезающе мала и в некатастрофической ситуации не слишком велика (напомним, что как нежелательное рассматривается $E/S = 1$), а сумма $E+S$, по крайней мере, не изменяется в разы в пределах некоторого временного интервала, то в целом $\sigma(DFL)$ сравнимо с $\sigma(GI)$ и во всяком случае *не зависит* от DFL и GI , что явно противоречит только что проведенному анализу. Следовательно, допущения, сделанные при выводе (2.12), а значит, и сама формула неприменимы для анализа при наличии рисков. Заметим, что *не воспроизводится* даже правильный характер изменения $\sigma(DFL)$

относительно E : множитель перед $\sigma(GI)$ ограничен по E . ($\frac{E}{E + S} < 1$), а по (3.6) он возрастает при увеличении E .

Комбинированный леверидж

Известно, что точной формулы для дисперсии произведения в теории вероятностей нет. Воспользовавшись правилом отыскания дифференциала произведения, можно записать, что

$$\Delta(DCL) \approx \Delta(DOL) * DFL + DOL * \Delta(DFL)$$

Данное приближенное равенство и последующие выкладки применимы только при достаточно малых значениях величин Δ , но качественно результат верен. Полагая (условно) сами величины DFL , DOL постоянными, а их изменения – независимыми, получаем, что

$$\sigma(DCL) \approx \sigma(DOL) * DFL + DOL * \sigma(DFL)$$

(в общем случае левая часть равенства по крайней мере сопоставима с правой по величине).

Поскольку оба частных левериджа имеют высокие значения и среднеквадратичные отклонения вблизи точки нулевого дохода, применение комбинированного левериджа в этом случае еще более критично, чем любого из них и наоборот, вдали от этой точки комбинированный леверидж более стабилен, чем его компоненты.

ВЫВОДЫ ПО ГЛАВЕ

1. Установлены общие, принципиальные подходы (положения), подлежащие учету при использовании количественных характеристик степени рисков. Основной задачей анализа здесь следует считать определение вероятного диапазона изменения ключевых параметров финансового состояния под влиянием рисков. Предлагается характеристика устойчивого состояния, как состояния, для которого вероятность пребывания значений финансовых показателей в заданных пределах не меньше некоторого фиксированного значения.

2. Для рисков, характер проявления можно считать стохастическим, обосновывается применение коэффициента вариации или среднеквадратичного отклонения как основной характеристики рисков, позволяющей решить указанную в пункте 1 задачу (отыскания диапазона изменения параметров). В этом аспекте выявлена важная роль степени взаимозависимости проявлений отдельных видов рисков.

3. В совокупности применяемых на практике финансовых показателей влияние степени рисков в явном виде фактически не отражается, хотя отдельные показатели сами по себе подлежат контролю как индикаторы устойчивости. В связи с этим проведен анализ и установлен качественный и, в отдельных случаях, количественный характер связи между степенью рисков и показателями. При этом важное значение приобретает уточнение классификации рисков по характеру и месту их проявления. В процессе анализа установлена необходимость привлечения дополнительных (специальных математических) предположений и инструментов для повышения объективности количественных оценок степени влияния рисков.

4. Установлено влияние финансовых рисков на возможность адекватного применения показателей леввериджа: если состояние предприятия в целом может быть классифицировано как близкое к кризисному или неустойчивое, показатели леввериджа подвержены значительным изменениям под воздействием случайных причин и их следует применять с осторожностью; наоборот, удаление от критических значений повышает устойчивость этих показателей по отношению к рискам и, соответственно, надежность выводов, которые можно сделать при их использовании.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Сформулируем основные положения.

1. Для эффективного применения в практической деятельности целесообразно акцентировать внимание на понимании финансовой устойчивости как оценки потенциальной возможности сохранения и улучшения финансовых показателей предприятия путем нейтрализации отрицательных воздействий финансовых рисков. Методически целесообразно разграничить понятия «финансовое состояние» и «финансовая устойчивость». Предлагается понимать под финансовым состоянием в узком смысле набор значений в данный момент времени некоторой совокупности заданной системы показателей. Поскольку «устойчивость» неразрывно связана с возмущающими воздействиями, «финансовая устойчивость» и причины ее возможного нарушения – финансовые риски – должны рассматриваться совместно. Под финансовой устойчивостью (по отношению к финансовым рискам) предлагается понимать способность предприятия сохранять в заданных пределах финансовое состояние или в приемлемые сроки восстанавливать его при воздействии финансовых рисков.

2. Финансовая деятельность предприятия во всех ее формах соприкасается с многочисленными рисками, степень влияния которых на результаты этой деятельности существенно возрастает в условиях рыночной экономики. Риски, сопровождающие эту деятельность, выделяются в особую группу финансовых рисков, играющих наиболее значимую роль в общем портфеле рисков предприятия. Финансовый риск является одной из наиболее сложных категорий, связанных с осуществлением хозяйственной деятельности предприятия. Ему присущи: экономическая природа, так как он проявляется в сфере экономической деятельности предприятия, прямо связан с формированием его прибыли и характеризуется возможными экономическими потерями в процессе осуществления финансовой деятельности; объективность проявления, так как финансовый риск сопровождает все виды финансовых операций и все направления финансовой деятельности; неопределенность последствий, так как финансовый риск может сопровождаться как существенными потерями, так и существенными доходами. В связи с этим существенное значение имеет классификация финансовых рисков.

3. Проведенный анализ применяемых на практике показателей, характеризующих финансовую деятельность предприятия показывает, что их использование должно сочетаться с оценкой степени финансовых рисков. Отсутствие в действующей системе показателей возможности учесть оценку степени риска является их недостатком. Необходимо отметить изолированность анализа отобранных финансовых показателей, так как какие-то показатели могут находиться в критической зоне, а какие-то быть удовлетворительными. Показателей огромное число – это может

дать обратный эффект: распыляется внимание, трудно принять окончательное решение, так как многие коэффициенты меняются разнонаправлено. Многокритериальность усложняет процесс принятия адекватных управленческих решений. Одним из путей решения проблемы является разработка рейтинговых систем оценок, основанных на однокритериальности (вычисляется суммарное количество баллов, на основании которого осуществляется ранжирование предприятий по классам). Поскольку отображение в различных показателях воздействий рисков может существенно отличаться в зависимости от конкретного уровня значений этих показателей, целесообразно при общей оценке финансовой устойчивости выделить два этапа: общую (комплексную) качественную характеристику положения предприятия – для чего может быть использована приводимая в работе рейтинговая классификация – и детальную, количественную оценку возможности нейтрализации негативных последствий рисков.

4. Предложена система мер по ресурсному обеспечению финансовой устойчивости, позволяющая провести коррекцию финансовых показателей с целью их приведения к желаемому диапазону значений. Мероприятия по обеспечению финансовой устойчивости должны демонстрировать возможность достижения наилучшего результата, гарантирующего создание фондов, достаточных для сохранения и дальнейшей успешной работы организации. К ним можно отнести: мероприятия, обеспечивающие стабилизацию денежных потоков; поддерживающие структурную ликвидность организации; обеспечивающие ликвидность активов и деловую активность; обеспечивающие максимизацию дисконтированного дохода, повышение рентабельности, увеличение прибыли.

5. Определены методические подходы, обеспечивающие корректный учет оценок степени риска при формировании общей оценки финансовой устойчивости. Установлено важное значение анализа взаимосвязанности проявлений отдельных видов рисков. В совокупности применяемых на практике финансовых показателей влияние степени рисков в явном виде фактически не отражается, хотя отдельные показатели сами по себе подлежат контролю как индикаторы устойчивости. В связи с этим проведен анализ и установлен качественный и, в отдельных случаях, количественный характер связи между степенью рисков и показателями. При этом важное значение приобретает уточнение классификации рисков по характеру и месту их проявления. В процессе анализа установлена необходимость привлечения дополнительных (специальных математических) предположений и инструментов для повышения объективности количественных оценок степени влияния рисков

6. Установлена возможность и границы применимости для анализа финансовой устойчивости показателей левериджа. В контексте факторной трактовки финансового левериджа управленческие решения с учетом риска основываются на факторном анализе левериджа и воздействуют на различные степени доходности собственных и привлеченных финансовых

ресурсов, а также структуру капитала и финансовую устойчивость предприятия. Управленческие решения в области производственной и коммерческой деятельности, подверженной операционному риску, позволяют на основе критерия операционного левеиджа воздействовать на структуру активов и соотношение постоянных и переменных затрат для максимизации первичной эффективности и оптимизации финансовых рисков.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Методические рекомендации по оценке финансового состояния предприятий и установлению неудовлетворительной структуры баланса. Утверждены распоряжением ФУДН от 12.08.1994.
2. Приложение к приказу ФСФО России от 23.01.2001. № 16 «Методические указания по проведению анализа финансового состояния организаций» // Вестник ФСФО РФ. – 2001. - №2.
3. Абрютин, М.С. Анализ финансово-экономической деятельности предприятия: учеб. пособие / М.С. Абрютин. – М.: Дело и сервис, 2001. – 265с.
4. Альгин, А.П. Риск и его роль в общественной жизни / А.П. Альгин. – Минск: Мисль, 1989. – 188с.
5. Альтман, Э. Равновесие и экономический рост / Э. Альтман; пер. с англ. – М.: Прогресс, 1997.
6. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности предприятия / под ред. П.П. Табурчака. – СПб.: Химиздат, 2001. – 287с.
7. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности предприятия / Э.И. Крылов, В.М. Власова, М.Г. Егорова. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 192с.
8. Антикризисное управление: учеб. пособие / под. ред. И К. Ларионова. – 3-е изд., прераб. И доп. – М.: Дашков и К^о, 2004. – 292с.
9. Баканов, М.И. Теория экономического анализа: учебник для вузов / М.И. Баканов, А.Д. Шеремет – М.: Финансы и статистика, 2000. – 415с.
10. Балабанов, И.Т. Основы финансового менеджмента. Как управлять капиталом? / И.Т. Балабанов – М.: Финансы и статистика, 1995. – 384с.
11. Балабанов, И.Т. Риск-менеджмент / И.Т. Балабанов – М.: Финансы и статистика, 1996. – 188с.
12. Бартон, Т., Комплексный подход к риск-менеджменту / Т. Бартон, У. Шенкир, П. Уокер; пер. с англ. – М.: Издат. дом «Вильямс», 2003. – 208с.
13. Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента / И.А. Бланк – Т.2. - Киев: Ника-Центр:Эльга, 1999. – 511с.
14. Бланк, И.А. Управление финансовой стабильностью предприятия / И.А. Бланк – Киев: Эльга: Ника-центр, 2003. – 484с.
15. Бланк, И.А. Управление прибылью / И.А. Бланк. – 2-е изд., расш. и доп. – Киев: Эльга Ника-центр, 2002. – 751с.
16. Бочаров, В.В., Корпоративные финансы / В.В. Бочаров, В.Е. Леонтьев – СПб.: Питер, 2002. – 544с.
17. Бочкарева, Т.А. Анализ финансового состояния / Т.А. Бочкарева – Хабаровск: ХГАЭП, 2001. – 116с.
18. Бухонова, С.М., Комплексная методика анализа финансовой устойчивости предприятия / С.М. Бухонова, Ю.А. Дорошенка, О.Б. Бендерская // Экономический анализ: теория и практика. – 2004. - № 7. – С. 8-15.
19. Буянов, В.П. Рискология. Управление рисками / В.П. Буянов, К.А. Кирсанов, Л.М. Михайлов; Моск. акад. экономики и права – 2-е изд., испр. и доп. – М.: «Изд-во «Экзамен», 2003. – 384с.

20. Быкова, Е.В. Показатели денежного потока в оценке финансовой устойчивости предприятий / Е.В. Быкова // Финансы. – 2000. - №2. – С. 56-60
21. Ван Хорн, Дж. К. Основы управления финансами / Дж. К. Ван Хорн – М.: Финансы и статистика, 1996. – 799с.
22. Васина, А.А. Финансовая диагностика и оценка проектов / А.А. Васина – СПб.: Питер, 2004. – 447с.
23. Вентцель, Е.С. Теория вероятностей и ее инженерные приложения / Е.С. Вентцель, Л.А. Овчаров – М.: Наука, 1988. – 480с.
24. Вознесенский, Э.А. Методические аспекты анализа сущности финансов / Э.А. Вознесенский. – М.: Финансы, 1974. – 128с.
25. Воронцовский, А.В. Управление рисками / А.В. Воронцовский – СПб.: Изд-во СпбГУ, 2002. – 206с.
26. Выборова, Е.Н. Финансовая диагностика: сущность, концепция, технология / Е.Н. Выборова // Финансы и кредит. 2006 - № 15. – С. 18-24.
27. Вяткин, В.Н. Управление риском в рыночной экономике / В.Н. Вяткин, Д. Хэмптон, В.А. Гамза – М.: Экономика, 2002. – 195с.
28. Глазунов, В.Н. Обеспечение текущей платежеспособности предприятия / В.Н. Глазунов // Финансы. – 2004. - № 3. – С. 65-70.
29. Горелов, А.Н. Предпринимательские риски / А.Н. Горелов // Фин. бизнес. – 1996. - № 5. – С. 29-33.
30. Гончаров, А.И. Оценка платежеспособности предприятия: проблема эффективности критериев / А.И. Гончаров // Экон. анализ: теория и практика. – 2005. - № 3. – С. 38-44.
31. Грабовый, П.Г. Риски в современном бизнесе / П.Г. Грабовый., С.Н. Петрова и др. – М.: АЛАНС, 1994. – 237с.
32. Гранатуров, В.М. Экономический риск: сущность, методы измерения, пути снижения: учебн. пособие / В.М. Гранатуров – М.: Дело и сервис, 1999. – 111с.
33. Графов, А.В. Оценка финансово-экономического состояния предприятия / А.В. Графов // Финансы. – 2001. - № 7. – С. 64-67.
34. Графова, Г.Ф. Анализ финансовых результатов предприятия в новых положениях по бухгалтерскому учету / Г.Ф. Графова // Финансы. – 2000. - № 10. – С. 53-56.
35. Грачев, А.В. Финансовая устойчивость предприятия: анализ, оценка и управление: учеб.-прак. пособие / А.В. Грачев – М.: Дело и Сервис, 2004. – 192с.
36. Грядов, П.Г. Риск и выбор стратегии в предпринимательстве / П.Г. Грядов – М.: МСХА, 1994. – 46с.
37. Давыдова, Л.В., Факторы экономического роста предприятий / Л.В. Давыдова, С.Н. Ильминская // Финансы и кредит. – 2005. - № 12. – С. 18-23.
38. Двас, Г.В. Методологические основы применения методов теории надежности для управления рисками при осуществлении экономических проектов / Г.В. Двас – СПб.: Петрополис, 1999.
39. Донцова, Л.В. Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова – М.: Изд-во «Дело и сервис», 2003. – 335с.

40. Дубров, А.М. Моделирование рискованных ситуаций в экономике и бизнесе / А.М. Дубров, Б.А. Лагоша, Е.Ю. Хрусталева – М.: Финансы и статистика, 2000. – 174с.
41. Ермасова, Н.Б. Риск-менеджмент организации: учебно-практическое пособие / Н.Б. Ермасова. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К^о», 2008, 380 с.
42. Ефимова, О.В. Финансовый анализ / О.В. Ефимова. - 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Изд-во «Бух. учет», 2000. – 352с.
43. Зимин, Н.Е. Анализ и диагностика финансового состояния предприятий / Н.Е. Зимин – М.: «ИКФ «ЭКМОС», 2002. – 236с.
44. Ильин, В.В. Системный подход к оценке финансовых рисков / В.В. Ильин, Н.А. Сердюкова // Финансы. – 2008. - № 1. – С. 68-72.
45. Кандинская, О.А. Управление финансовыми рисками: поиск оптимальной стратегии / О.А. Кандинская – М.: АО «Консалтбанкир», 2000. – 272с.
46. Каракоз, И.И. Теория экономического анализа / И.И. Каракоз, В.И. Самборский - Киев: Выщ. шк. Головное изд-во, 1989. – 254с.
47. Карапетян, А.Л. О совершенствовании понятийного аппарата финансового анализа коммерческой организации / А.Л. Карапетян, А.В. Мудрак // Экон. анализ: теория и практика. – 2004. - № 15. – С. 25-31.
48. Карапетян, А.Л. Оценка финансового состояния организации на основе единой системы коэффициентов / А.Л. Карапетян, А.В. Мудрак // Экон. анализ: теория и практика. – 2005. - № 4. – С. 28-36.
49. Качалов, Р.М. Управление хозяйственным риском на предприятиях / Р.М. Качалов; Рос. акад. наук, Центр экон.-мат. ин-т. – М.: Наука, 2002. – 192с.
50. Керимов, В.Э. Финансовый левверидж как инструмент управления деятельностью предприятия / В.Э. Керимов, В.М. Батулин // Менеджмент. - 2000. – № 2. – С. 30-34.
51. Клейнер, Г.Б. Риски промышленных предприятий / Г.Б. Клейнер // РЭЖ. – 1994. - №2. – С. 85-92.
52. Ковалев, В.В. Анализ хозяйственной деятельности предприятия / В.В. Ковалев, О.Н. Волкова – М.: ПБОЮЛ Гриженко Е.М., 2000. – 424с.
53. Ковалев, А.М. Финансы фирмы: учебник / А.М. Ковалев, М.Г. Лапуста, Л.Г. Скампай – М.: ИНФРА-М, 2000. – 416с. (Серия «Высш. образование»).
54. Коласс, Б. Управление финансовой деятельностью предприятий / Б. Коласс – М.: ЮНИТИ, 1997.- 576с.
55. Константинов, Н.С. Этимологический и историко-формационный подходы к исследованию сущности риска / Н.С. Константинов // Финансы и кредит. – 2005. - № 22. – С. 39-43.
56. Крейнина, М.Н. Операционный левверидж как инструмент планирования прибыли от продаж / М.Н. Крейнина // Финансовый менеджмент. - 2002. - № 1. – С. 3-12.
57. Курс экономического анализа: учебник. / под ред. Баканова М.И. и Шеремета А.Д. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 1984. – 412с.

58. Ласкина, Л.Ю. Современные аспекты классификации рисков при оценке деятельности предприятия / Л.Ю. Ласкина, Е.Н. Джеджелава // Финансы и кредит. – 2007. - № 4.
59. Лапуста, М.Г. Риски в предпринимательской деятельности / М.Г. Лапуста, Л.Г. Шаршукова – М.: ИНФРА-М, 1998. – 223с.
60. Леонтьев, В.Е. Финансы, деньги, кредит и банки: учебное пособие / В.Е. Леонтьев, Р.П. Радковская – СПб.: Знание, ИВЭСЭП, 2002. – 384с.
61. Малыхин, В.И. Математика в экономике: учеб. пособие / В.И. Малыхин – М.: ИНФРА-М, 2001. – 356с.
62. Маркарьян, Э.А. Экономический анализ хозяйственной деятельности: учеб. / Э.А. Маркарьян, Г.П. Герасименко, С.Э. Маркарьян – Ростов н/Д.: Феникс, 2005. – 554с.
63. Маршалл, Дж.Ф. Финансовая инженерия. Полное руководство по финансовым нововведениям / Дж. Ф. Маршалл, Вип. К. Бансал; пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 783с.
64. Масленченков, Ю.Н. Способы минимизации кредитных рисков / Ю.Н. Масленченков // Финансист. – 1996. - № 12. – С. 16-17.
65. Моляков, Д.С. Теория финансов предприятия: учебн. пособие / Д.С. Моляков, Е.И. Шохин – М.: Финансы и статистика, 2001. – 112с.
66. Москвин, В.А. Система рисков при инвестиционном кредитовании предприятий / В.А. Москвин // Банк. дело. – 1998. - № 2. – С. 5-9.
67. Новоселов, А.А. Математическое моделирование финансовых рисков: теория измерения / А.А. Новоселов – Новосибирск: Наука, 2001. – 100с.
68. Остапенко, В. Финансовое состояние предприятия: оценка, пути улучшения / В. Остапенко, Л. Подъяблонская, В. Манков // Экономист. – 2000. - № 7. – С. 37-42.
69. Павлов, И.П. О финансовой устойчивости / И.П. Павлов, Д.Г. Иванов // Финансы. – 2007. - № 1. – С. 86.
70. Панков, В.В. Анализ содержания некоторых показателей финансового состояния бизнеса / В.В. Панков // Экон. анализ: теория и практика – 2004. - № 1. – С. 2-10.
71. Панков, В.В. Анализ содержания некоторых показателей финансового состояния бизнеса (продолжение) / В.В. Панков // Экон. анализ: теория и практика. – 2004. - № 2. – С. 6-16.
72. Подъяблонская, Л. М., Финансовая устойчивость и оценка несостоятельности предприятий / Л.М. Подъяблонская, К.К. Поздняков // Финансы. – 2000. - № 12. – С. 18-21.
73. Райан, Б. Стратегический учет для руководителя / Б. Райан ЮНИТИ, 1998. – 616с.
74. Рогов, М.А. Риск-менеджмент / М.А. Рогов – М.: Финансы и статистика, 2001. – 120с.
75. Родионов, Н.В. и др. Основы финансового анализа: математические методы, системный подход / Н.В. Родионов – М.: Альфа, 1999. – 592с.
76. Рэдхед, К. Управление финансовыми рисками / К. Рэдхед, С. Хьюс – М.: ИНФРА, 1996. – 258с.

77. Савицкая, Г.В. Развитие анализа хозяйственной деятельности в условиях перехода к рыночной экономике / Г.В. Савицкая // Экон. анализ. – 2003. - № 9. – С. 15-19.
78. Самсонов, В.Н. Финансовый менеджмент / В.Н. Самсонов – М.: ЮНИТИ, 2002. – 495с.
79. Сердюкова, И.Д. Управление финансовыми рисками / И.Д. Сердюкова // Финансы. - 1995. - № 12. - С. 6-9.
80. Скамай, Л. Финансовые риски / Л. Скамай // Риск. - 2000. - № 12. – С. 43-49.
81. Сосненко, Л. Анализ экономического потенциала действующего предприятия / Л. Сосненко – М.: Экономическая литература, 2003. – 208с.
82. Стоянова, Е.С. Финансовый менеджмент. Российская практика / Е.С. Стоянова – М.: Перспектива, 1998. – 238с.
83. Телегина, Е.И. Об управлении рисками при реализации долгосрочных проектов / Е.И. Телегина // Деньги и кредит. – 1995. - № 1. – С. 57-59.
84. Тренин, Н.Н. Управление финансами / Н.Н. Тренин – М.: Финансы и статистика, 1999. – 495с.
85. Управление рисками фирмы: программы интегративного риск-менеджмента. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 400с.
86. Уткин, Э.А. Финансовое управление / Э.А. Уткин – М.: Ассоциация авторов и издателей «Тандем». Изд-во ЭКМОС, 1997. – 119с.
87. Уткин, Э.А. Контроллинг: российская практика / Э.А. Уткин, И.В. Мартынюк – М.: Финансы и статистика, 1999. – 270с.
88. Уткин, Э.А. Управление рисками предприятия / Э.А. Уткин, Д.А. Фролов – М.: Теис, 2003. – 247с.
89. Федотова, М.А. Как оценить финансовую устойчивость предприятия / М.А. Федотова // Финансы. – 1995. - № 6. – С. 13-17.
90. Фомичев, А.Н. Риск-менеджмент: учебник / А.Н. Фомичев.- М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К^о», 2008. – 376 с..
91. Холт, Р.Н. Основы финансового менеджмента / Р.Н. Холт: пер. с англ. – М.: “Дело”, 1993. – 126с.
92. Хохлов, Н.В. Управление риском / Н.В. Хохлов – М.: ЮНИТИ, 1999. – 239с.
93. Хэлферт, Э. Техника финансового анализа / Э. Хэдферт; пер. с англ. Л.П. Белых. – М.: ЮНИТИ, 1996. – 663с.
94. Шапкин, А.С. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций / А.С. Шапкин – 2-е изд. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К^о», 2004. – 544с.
95. Шелобаев, С.И. Математические методы и модели в экономике, финансах, бизнесе: учеб. пособие для вузов / С.И. Шелобаев – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2002. – 356с.
96. Шеремет, А.Д. Методика финансового анализа деятельности коммерческих организаций / А.Д. Шеремет, Е.В. Негашев – М.: ИНФРА-М, 2003. – 237с.

97. Шеремет, А.Д. Методика финансового анализа / А.Д. Шеремет, Р.С. Сайфулин, Е.В. Негашев – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: ИНФРА-М, 2001. – 208с. – (Серия «Высш. образование»).
98. Шувалова, И. Учитесь рисковать / И. Шувалова // Эксперт. - 2001. - № 43. – С. 120-121.
99. Чернов, В.А. Анализ коммерческого риска / В.А. Чернов; под ред. М.И. Баканова. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 128с.
100. Чернова, Г.В. Практика управления рисками на уровне предприятия / Г.В. Чернова – СПб.: Питер, 2000. – 176с.
101. Чернова, Г.В. Управление рисками: учебн. пособие / Г.В. Чернова, А.А. Кудрявцев – М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2003. – 160с.
102. Чупров, С.В. Анализ нормативов показателей финансовой устойчивости предприятия / С.В. Чупров // Финансы. – 2003. - № 2. – С. 17-19.
103. Яшина, Н.И. Инструментарий прогнозирования финансового состояния организаций на основе теории регрессионного анализа, методов Парето ранговой корреляции / Н.И. Яшина, С.Н. Яшин // Финансы и кредит. – 2004. - № 5. – С. 26-36.
104. Johnstone-Bryden, I.M. Managing Risk: How to work successfully with risk / I.M. Johnstone-Bryden - London, 1996.
105. Meltzer, S. Limits on a company ability to manage risk / S. Meltzer // Risk Management, 1997.

Научное издание

Юрий Анатольевич Соколов
Наталья Владимировна Балабанова

***ФИНАНСОВАЯ УСТОЙЧИВОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ
С ПОЗИЦИИ ОЦЕНКИ
ФИНАНСОВЫХ РИСКОВ***

Печатается в редакции авторов

Подписано в печать 24.11.2008г. Формат 60x84 1/16. Бумага писчая.
Усл. печ. л. 5,58 Уч.-изд. л. 6,19 Тираж 80 экз. Заказ

ГОУ ВПО Ивановский государственный
химико-технологический университет

Отпечатано на полиграфическом оборудовании кафедры
экономики и финансов ГОУ ВПО «ИГХТУ»

150000, г. Иваново, пр. Ф. Энгельса, 7