

Тема 5. Фінансування ризиків та оцінка методів управління ризиком

План

1. Джерела зовнішнього фінансування
2. Внутрішні джерела фінансування
3. Оцінка методів управління ризиком

1. Джерела зовнішнього фінансування

При вивченні різних джерел фінансування, доступних бізнесу, корисно проводити відмінності між зовнішніми і внутрішніми джерелами фінансів.

Під зовнішніми джерелами ми розуміємо ті джерела, які вимагають згоди з боку кого-небудь окрім директорів і менеджерів компанії. Таким чином, фінанси, що поступають від випуску нових акцій підприємства, є зовнішнім джерелом, оскільки вони вимагають згоди потенційних акціонерів. З другого боку, внутрішні джерела фінансування не вимагають згоди інших сторін, вони виникають в результаті рішень керівництва.

Таким чином, нерозподілений прибуток є джерелом внутрішнього фінансування, оскільки у директорів є влада, що дозволяє їм утримати прибуток від розподілу без згоди акціонерів.

При вивченні зовнішніх джерел фінансування, можливо, буде корисно провести відмінності між довгостроковими і короткостроковими джерелами фінансування. На практиці ці джерела не завжди строго розрізняються, але довгострокове фінансування ми визначимо як джерело фінансів, які необхідно повернути через період, більший ніж один рік, тоді як короткострокове фінансування ми визначимо як джерело фінансів, які необхідно повернути протягом року.

Довгострокове фінансування включає акціонерний капітал (звичайні і привілейовані акції), а також позикові засоби (кредити / боргові зобов'язання і лізинг). Короткострокові джерела фінансування — це банківський овердрафт, комерційні векселі, продаж боргових зобов'язань (поступка права вимоги, факторинг) і кредит під заставу дебіторської заборгованості.

ЗВИЧАЙНІ АКЦІЇ

Капітал, представлений звичайними акціями, формує основу фінансової структури компанії. Він є фінансуванням з відомим ступенем ризику. Не існує фіксованої ставки нарахування дивідендів, і власники звичайних акцій одержують дивіденди, тільки якщо прибуток, доступний для розподілу, залишається після того, як інші інвестори (власники привілейованих акцій і кредитори) одержали свій дохід у формі дивідендів або відсотків, що виплатили. Якщо бізнес закривається, власники звичайних акцій одержують деякий дохід від продажу активів підприємства тільки після того, як всі кредитори і, в деяких випадках, власники привілейованих акцій одержать свої компенсаційні виплати. Через високий ризик, пов'язаний з цією формою інвестицій, власники звичайних акцій надзвичай вимагають, щоб компанія забезпечувала порівняно високий рівень прибутковості.

ПРИВІЛЕЙОВАНІ АКЦІЇ

Привілейовані акції несуть для своїх власників менший рівень ризику, ніж звичайні. Якщо є достатньо прибутку, звичайно для привілейованих акцій призначається фіксована ставка прибутковості з року в рік, і дивіденди по цих акціях виплачуються до виплати дивідендів по звичайних акціях. Якщо компанія закривається, власники привілейованих акцій мають пріоритет над вимогами власників звичайних акцій (в засновницьких документах компанії визначаються конкретні права власників привілейованих акцій в таких ситуаціях). Через більш низький рівень ризику, пов'язаного з цією формою інвестицій, інвесторам забезпечений менший рівень прибутковості, ніж звичайно пропонується власникам звичайних акцій.

Капітал, утворений за рахунок привілейованих акцій, аналогічний позиковому капіталу в тому, що в обох випадках інвесторам пропонується фіксована ставка прибутковості. Проте капітал у формі привілейованих акцій є куди менш популярною формою капіталу з фіксованим доходом, ніж позиковий капітал. Важливою причиною цього є те, що дивіденди, виплачувані власникам привілейованих акцій, не формують податкових

пільг, на відміну від відсотків по кредитах, які зменшують прибуток оподаткування компанії. З погляду інтересів власників звичайних акцій переважно, щоб все більш ранні вимоги формували податкові пільги, оскільки це залишає більше засобів на звичайні дивіденди.

ПОЗИКОВИЙ КАПІТАЛ

Більшість компаній покладається на позиковий капітал, як і на акціонерний капітал, при фінансуванні своїх операцій. Звично між кредиторами і компанією вкладається контракт (договір), в якому чітко визначаються процентні ставки і дати виплати відсотків і повернення основної суми боргу. Це означає, що якщо бізнес працює успішно, то кредитори не одержать від його успішної діяльності нічого понад те, що їх інтереси будуть більш надійно забезпечені. З другого боку, якщо бізнес випробовує фінансові ускладнення, кредитори можуть одержати менше ніж мають на увазі умови контракту.

Основний ризик, з яким стикаються ті, хто вкладає засоби в позиковий капітал, полягає в ризику дефолту, тобто в тому, що бізнес не зможе виплатити відсотки і повернути позиковий капітал. Щоб захиститися від цього ризику, кредитори часто хочуть одержати від підприємства певну заставу (security).

Забезпечення може прийняти форму фіксованої застави (fixed charge) по певних активах компанії або форму плаваючої застави (floating charge), яка «плаває» по всіх її активах. Ставка, що змінюється, може стати фіксованою по певних активах у випадку, якщо компанія-позичальник не зможе виконати своїх зобов'язань.

Забезпечення за рахунок активів означає, що кредитори у разі нездатності компанії повернути позикові засоби мають право на закладені активи і можуть їх продати, щоб одержати суми, що належать їм. Будь-які суми, що залишаються від продажу активів понад зобов'язання перед кредиторами, повертаються компанії. В деяких випадках забезпечення, що надається позичальником, може мати форму особистої гарантії власників

компанії або, можливо, третьої сторони.

Використовування застави і позикових угод може значно понизити ризик, якому піддаються кредитори, а також може зумовити успішність вживання позикового капіталу. Ці інструменти можуть сприяти зниженню вартості позикового капіталу для компанії, оскільки процентна ставка, що призначається кредиторами, змінюватиметься відповідно до ступеня ризику того, що позичальник буде не в змозі виконати свої зобов'язання.

ВИМІРЮВАННЯ СТУПЕНЯ РИЗИКУ ПОЗИКОВОГО КАПІТАЛУ

Ряд агентств, що займаються оцінкою кредитоспроможності, включаючи Moody's Investor Services і Standard and Poor Corporation, класифікують позиковий капітал, що залучається підприємствами, по категоріях відповідно до рівня ризику неплатежу. Чим менше ризик неплатежу, тим вище категорія, або рейтинг, привласнений займу. Рейтинги, які використовують ці два провідні агентства, дуже схожі.

БОРГОВІ ЗОБОВ'ЯЗАННЯ

Однією з форм довгострокових зобов'язань є боргові зобов'язання (debenture). Вони є просто позиковими засобами, підтверджуваними довіреністю на управління власністю. Боргові зобов'язання звичайно діляться на одиниці (як і акціонерний капітал), і інвесторам пропонується купити необхідне їм число одиниць. Боргові зобов'язання можуть викупатися назад випускаючими їх компаніями або не підлягати викупу випускаючою компанією.

Боргові зобов'язання відкритих публічних компаній з обмеженою відповідальністю часто обертаються на фондовій біржі, і їх вартість може коливатися залежно від успіхів компанії, змін процентних ставок і т.ін.

ВАРРАНТИ

Власники варрантів (warrants) володіють правом, але не зобов'язанням, придбавати звичайні акції підприємства за узгодженою ціною на майбутню дату.

Варранти звичайно обмежують кількість акцій, яку їх власник може

придбати, а також часові межі, в яких повинен бути використаний опціон на покупку акцій. Час від часу випускаються безстрокові варранти, часові межі для яких не встановлюються. Варранти не дають права голосу і не дають їх власникам права претендувати на які-небудь активи підприємства. Вони є ще однією формою фінансових похідних інструментів.

Акції на пред'явника часто є способом «підсолодити» випуск позикового капіталу або боргових зобов'язань. Випуск варрантів в цьому випадку може дозволити компанії запропонувати більш низькі процентні ставки по кредиту або наполягати на менших обмеженнях за умов кредитного договору. Випуск варрантів дозволяє кредиторам одержувати вигоду від майбутньої успішної діяльності компанії шляхом використання опціону на придбання акцій. Проте інвестор захоче реалізувати опціон, тільки якщо ринкова ціна перевищить ціну опціону протягом призначеного періоду часу. Акції на пред'явника можуть бути відокремлюваними — вони можуть продаватися окремо від позикового капіталу.

Випуск варрантів може бути особливо корисним для компаній, які вважаються ризикованими. Кредитори подібного бізнесу можуть відчувати, що новий проект може бути пов'язаний з вірогідністю збитків, але не дає ніякої дійсної можливості участі в «верхньому» потенціалі від ризику, який вони приймають на себе. За допомогою випуску акцій на пред'явника кредитори дістають можливість брати участь в майбутньому прибутку, що може зробити їх схильними до підтримки ризикованих проектів. Варранти несуть елемент леверіджу, який робить їх спекулятивною формою інвестицій.

ЗАСТАВИ

Застава (mortgage) — це форма боргових зобов'язань, забезпеченням яких є об'єкти нерухомості, що не знаходяться в заставі. Такі фінансові інститути, як банки, страхові компанії і пенсійні фонди, часто готові на цій умові надавати необхідні засоби бізнесу. Застава може мати термін дії

протягом тривалого періоду часу і дає компанії можливість придбавати власність, вартість якої збільшується швидше, ніж темпи інфляції. Окрім вигоди від володіння нерухомою власністю компанія також одержує вигоду від зниження реальної вартості боргу, який вона повинна повернути унаслідок інфляції.

Проте кредитори звичайно компенсують це знецінення підвищенням ставки виплачуваних ним відсотків.

Які чинники необхідно враховувати компанії при ухваленні рішення про те яке з цих джерел фінансування вибрати? Основні чинники наступні:

- привілейовані акції мають більшу норму прибутковості, ніж позиковий капітал. З погляду інвесторів, привілейовані акції є більш ризикованими. Інвестовану суму неможливо застрахувати, а доходи виплачуються після виплат за зобов'язаннями кредиторам;

- бізнес має законне зобов'язання виплачувати відсотки і суму позикового капіталу в обумовлені терміни. Звичайно робляться всі зусилля для того щоб виконати зобов'язання, оскільки неможливість виконання зобов'язань матиме серйозні наслідки для компанії. Не існує юридичних зобов'язань виплачувати дивіденди, якщо прибуток відсутній. Хоча неможливість виплатити дивіденди по привілейованих акціям може створити труднощі для компанії, а також відлякати інвесторів від покупки майбутніх випусків привілейованих акцій, власники привілейованих акцій не можуть вимагати від підприємства компенсації, якщо прибутку буде недостатньо для виплати дивідендів;

- випуск позикового капіталу може привести до того, що менеджменту компанії доведеться погодитися з обмеженнями свободи своїх дій. Раніше ми бачили, що кредитні угоди часто містять обтяжливі положення. Проте подібні обмеження не виходять від власників привілейованих акцій.

ФІНАНСОВИЙ ЛІЗИНГ І ПРОДАЖ З УМОВОЮ ПОДАЛЬШОЇ ОРЕНДИ

Якщо компанії потрібні активи, наприклад певне устаткування, замість

того щоб купувати його у постачальника, підприємство може домовитися з іншою компанією (звично фінансовою установою, наприклад банком) про покупку і подальшу здачу цього устаткування в оренду. По суті, фінансовий лізинг (finance lease), як іменується подібна угода, є формою кредиту. Хоча право власності на актив залишається у фінансовій установі (орендодавця) угода про фінансовий лізинг передає фактично всі вигоди і ризики, пов'язані з активом, що орендується, підприємству (орендарю).

Угода про лізинг охоплює значну частину життя засобу, що орендується, і часто не може бути відмінена. Фінансовому лізингу можна протиставити операційний лізинг (operating lease), коли вигоди і ризики від володіння активом залишаються у власника і термін оренди невеликий. Прикладом оперативної оренди може слугувати оренда будівельною організацією екскаватора на тиждень для виконання конкретної роботи.

З часом деякі вигідні моменти, пов'язані з фінансовим лізингом, зникли; зміни податкового законодавства більше не роблять його такою ефективною з податкової точки зору формою фінансування, а зміни вимог до розкриття фінансової інформації роблять неможливим подальше приховування цієї форми «кредитування» від інвесторів. Проте популярність фінансового лізингу продовжує збільшуватися. Отже повинні існувати інші причини для використання даної форми фінансування.

Ці причини включають такі:

- простота отримання кредиту. Лізинг можна одержати простіше, ніж інші форми довгострокового фінансування. Кредитори вимагають деякого забезпечення і сприятливої кредитної історії компанії до того, як надати їй кредит. Проте орендодавець звичайно готовий надавати у лізинг активи новому підприємству, що не має кредитної історії, і використовувати активи, що оренднуються, як забезпечення боргу;

- вартість. Лізингові угоди можуть пропонуватися за розумною ціною. Оскільки актив, що орендується, використовується як забезпечення, можна застосовувати стандартні лізингові угоди, і докладна перевірка

кредитоспроможності орендаря може стати необов'язковою. Це може зменшити адміністративні витрати орендодавця і тим самим допомогти забезпечити конкурентноздатну ціну лізингу;

- гнучкість. Лізинг може забезпечити гнучкість при швидких змінах в технології. Якщо відмова передбачена лізинговим договором, підприємство може використовувати цю можливість і інвестувати засоби в нову технологію, як тільки вона стане доступною; це допоможе бізнесу уникнути ризику застарівання;

- потоки грошових коштів. Лізинг, а не покупка активу означає, що можна уникнути крупних витрат грошових коштів. Лізинг дозволяє здійснювати рівномірні платежі протягом всього терміну використання активу. В деяких випадках буває можливо домовитися про менші лізингові платежі протягом перших років використання активу, коли надходження грошових коштів малі, і поступово збільшувати ці платежі по мірі того, як актив генеруватиме позитивні грошові потоки.

КОРОТКОСТРОКОВІ ДЖЕРЕЛА ФІНАНСУВАННЯ

Короткострокові джерела позикових засобів — це джерела, доступні в протягом короткого періоду часу. Основними джерелами короткострокових позикових засобів є: банківський овердрафт; векселі; факторинг; кредит під заставу дебіторської заборгованості.

Овердрафт (bank overdrafts) є дуже гнучкою формою запозичення. Розмір овердрафту може (залежно від угоди з банком) збільшуватися або зменшуватися відповідно до потреб фінансування підприємства. Його відносно недорого забезпечити, і процентні ставки часто є вельми конкурентноздатними. Проте процентна ставка по овердрафту змінюється відповідно до того, наскільки банк сприймає дану компанію кредитоспроможною Крім того, овердрафт достатньо легко організувати — іноді про кредитування можна домовитися з банком по телефону. Враховуючи дані переваги, не дивно, що ця форма короткострокового фінансування украй популярна.

Одним можливим недоліком цього способу фінансування є його автоматичне повернення (тобто безакцептно для компанії, на першу вимогу з боку банку). Це може стати проблемою для бізнесу з низькою ліквідністю.

Проте багато компаній використовують овердрафт; і хоча ця форма фінансування визначається як короткострокова, вона може бути постійно присутньою у структурі фінансів компанії.

У деякому відношенні векселі (bill exchange) аналогічні формі борговій розписки «я вам винний». Вексель — ця письмова угода, що адресується однією особою іншій, вимагаючи від особи, якій воно адресовано, виплатити певну грошову суму на певну майбутню дату. Векселі використовуються у торгових операціях і часто пропонуються покупцю або постачальнику у обмін на товари. Постачальник, що приймає вексель, може або зберігати його до дати погашення (яка звичайно складає від 60 до 180 днів після першого складання векселя), або представити в банк для оплати. Звичайно банк готовий виплатити постачальнику номінальну вартість векселя, за вирахуванням дисконту, а потім він одержує повну вартість векселя з покупця на визначену наперед дату платежу. Перевага використання векселя полягає у тому, що він дозволяє покупцю відстрочити оплату придбаних товарів, але надає постачальнику можливість негайно одержати суму платежу в банку за вимогою.

Факторинг (debt factoring) — це послуга, що надається фінансовою установою (фактором), що стягує борги з покупців за дорученням торгової фірми. Багато крупних факторів є дочірніми підприємствами комерційних банків. Окрім виконання звичайних процедур контролю за кредитом фактор може запропонувати послуги з аналізу кредиту і забезпечити інформацію по кредитоспроможності покупців. Існують дві основні форми факторингових угод:

- не перевідний факторинг, при якому фактор не приймає на себе ніяку відповідальність за безнадійні борги, що виникають при продажах в кредит;

- перевідний факторинг, при якому фактор приймає на себе відповідальність за безнадійні борги до обумовленої величини.

Кредит під заставу дебіторської заборгованості (invoice discounting) означає, що бізнес звертається до фактора або іншої фінансової установи за кредитом у обмін на частину номінальної вартості неоплачених продажів в кредит. Якщо фінансова установа погоджується, звичайно сума, що надається авансом, складає 75-80% вартості виставлених неоплачених рахунків-фактур.

Сьогодні кредит під заставу дебіторської заборгованості є набагато більш важливим джерелом засобів для підприємств, ніж факторинг. Існують різні причини, за якими ця форма є привабливішим джерелом забезпечення фінансування. По-перше, це конфіденційна форма фінансування, про яку покупці клієнта нічого не знають. По-друге, послуги за такий кредит складають лише 0,2-0,3% від торгового обороту в порівнянні з 2-3% від обороту при факторингу. Нарешті, багато компаній не хочуть втрачати контроль над документацією про свої відносини з клієнтами.

ПОРІВНЯННЯ ДОВГОСТРОКОВИХ І КОРОТКОСТРОКОВИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ

Ухваливши рішення про те, що для фінансування підприємства потрібна деяка форма запозичення, менеджери повинні вирішити, довгострокове або короткострокове запозичення є самим відповідним. Існує багато аспектів, які необхідно враховувати при виборі між довгостроковим і короткостроковим фінансуванням.

Забезпечення відповідності. Компанія може спробувати привести тип позикових засобів у відповідність з природою наявних активів. Таким чином, активи, які формують частину постійної операційної бази підприємства, включаючи основні засоби і певний рівень оборотних активів, будуть фінансуватися за рахунок довгострокових позикових засобів. Активи, необхідні протягом короткого періоду часу (такі як оборотні активи для підтримки сезонного збільшення попиту), фінансуватимуться за рахунок короткострокових позикових засобів.

Короткострокові позикові засоби можуть виявитися корисними для того, щоб відкласти появу довгострокового зобов'язання по кредиту. Це цілком виправдано у випадку, якщо процентні ставки високі, але прогнозується їх зниження в майбутньому. По короткострокових позикових засобах звичайно не застосовуються штрафи, якщо відбувається раннє погашення суми боргу, у той час, як штраф в тій або іншій формі може бути призначений у випадку, якщо довгострокова позика погашається передчасно.

Короткострокові кредити необхідно обновляти частіше, ніж довгострокові. Це може створювати труднощі для підприємства, якщо воно вже має фінансові ускладнення або якщо для позики є недостатньо засобів.

Відсотки, що підлягають виплаті по довгострокових позиках звичайно вище, ніж відсотки по короткострокових позиках (це відбувається тому що кредитори вимагають більш високого доходу у випадку, якщо їх засоби блокуються на тривалий період). Цей факт може зробити короткострокові позикові засоби привабливішим джерелом фінансування для підприємства.

Проте можуть бути інші витрати, пов'язані з позиками (наприклад, організаційні витрати), які також необхідно враховувати. Чим частіше необхідно обновляти позику, тим вище будуть ці витрати.

2. Внутрішні джерела фінансування

Окрім зовнішніх джерел фінансування є певні внутрішні джерела фінансів, які бізнес може використовувати для створення засобів, необхідних для його діяльності. Перевагою цих джерел звичайно є гнучкість. Крім того, їх можна швидко одержати — особливо джерела оборотного капіталу — і вони не вимагають дозволу інших сторін.

Головне довгострокове джерело внутрішнього фінансування — це прибуток, який реінвестується, а не розподіляється між акціонерами.

Основні короткострокові джерела внутрішніх фінансів включають скорочення рівня дебіторів і запасів, а також збільшення рівня кредиторської заборгованості.

НЕРОЗПОДІЛЕНИЙ ПРИБУТОК

Нерозподілений прибуток є головним джерелом фінансування (внутрішнім або зовнішнім) для більшості компаній. За допомогою реінвестування прибутку в операції компанії, а не розподілу його між акціонерами в формі дивідендів підприємство збільшує свої засоби.

Існує спокуса вважати, що нерозподілений прибуток — це «безкоштовний» джерело засобів для бізнесу. Проте це не так. Якщо прибуток реінвестується, а не розподіляється між акціонерами, це значить, що акціонери не можуть реінвестувати прибуток в інші інструменти інвестицій. Отже, вони чекатимуть норму прибутку від реінвестованого прибутку, еквівалентну тій нормі прибутку яку вони одержали б, якби засоби були інвестовані в інші інвестиційні інструменти з таким же рівнем ризику.

Реінвестування прибутку, а не випуск нових звичайних акцій може бути корисним способом збільшення капіталу: відсутні емісійні витрати і одержувана сума є відомою. При випуску нових акцій витрати на розміщення можуть виявитися значними і відносно успіху випуску може існувати невизначеність. Реінвестування нерозподіленого прибутку не зробить ніякого впливу на контроль компанії з боку існуючих акціонерів. Коли випускаються нові акції і пропонуються стороннім інвесторам спостерігається деяке розмивання контролю, від якого страждають дійсні акціонери.

Проте проблема, зв'язана з використанням прибутку як джерела фінансування, полягає в тому, що час отримання і рівень прибутку у майбутньому неможливо завжди з точністю визначити. Деякі акціонери можуть віддати перевагу реінвестуванню прибутку, ніж розподіл його в формі дивідендів. При перетворенні прибутку в капітал є підстави вважати, що бізнес розширятиметься і в результаті цього вартість акцій зросте.

НЕРОЗПОДІЛЕНИЙ ПРИБУТОК і ТЕОРІЯ «НЕОФІЦІЙНОЇ ІЄРАРХІЇ»

В бізнесі існує «неофіційна ієрархія» при використовуванні джерел довгострокового фінансування. Цю «неофіційну ієрархію» можна

представити в такій послідовності:

- нерозподілений прибуток використовуватиметься для фінансування підприємства якщо це можливо;
- якщо нерозподіленому прибутку недостатньо або він недоступний, буде використаний позиковий капітал;
- якщо позикового капіталу недостатньо або він недоступний, використовуватиметься акціонерний капітал.

Найправдоподібнішим поясненням приведеної вище ієрархії є те, що менеджери компанії мають доступ до інформації, до якої не мають доступу інвестори. Припустимо, у менеджерів є достовірна інформація, що вказує на те, що перспективи бізнесу краще, ніж очікуються на ринку. Це значить, що вартість акцій виявиться заниженою, і тому нарощування капіталу за допомогою випуску акцій в подібних обставинах буде означати їх продаж за заниженою вартістю. По суті, це приведе до переміщення матеріальних благ від дійсних акціонерів до тих інвесторів, які придбають акції нових випусків. Отже, менеджери, яких наймають для того, щоб діяти на користь існуючих акціонерів, вважатимуть за краще покластися на нерозподілений прибуток, за яким слідуватиме позиковий капітал.

Теорія «неофіційної ієрархії» може пояснити, чому компанії так серйозно покладаються на нерозподілений прибуток як джерело довгострокового фінансування, але це не єдиний вплив на рішення про фінансування.

БІЛЬШ ЖОРСТКИЙ КРЕДИТНИЙ КОНТРОЛЬ

Якщо частина активів компанії знаходиться у формі дебіторської заборгованості, виникають витрати упущених можливостей, оскільки засоби зв'язані і не можуть бути використані в більш прибуткових цілях. При здійсненні більш жорсткого контролю над дебіторами для бізнесу з'являється можливість скоротити частину активів, що знаходяться в цій формі, і звільнити засоби для інших цілей. Проте важливо порівнювати вигоду від

більш жорсткого кредитного контролю з вірогідними збитками у формі втраченої довіри клієнтів і втрачених обсягів продажів. Для того, щоб залишатися конкурентноздатним, бізнес повинен враховувати потреби своїх клієнтів і кредитну політику, що проводиться компаніями-конкурентами в даній галузі.

ЗНИЖЕННЯ РІВНЯ ЗАПАСІВ

Це внутрішнє джерело засобів, яке може бути привабливим для компанії. Як і у випадку дебіторської заборгованості, зберігання запасів означає для бізнесу витрати упущених можливостей. При меншому рівні запасів засоби стають доступними для іншого вживання. Проте підприємство повинно гарантувати, що є достатньо запасів для того, щоб відповідати вірогідному майбутньому попиту. Нездатність забезпечити цю відповідність приведе до втрати довіри покупців і втрати обсягів продажів.

Характер і умови зберігання запасів визначають можливість використання цього ресурсу фінансування. Підприємство може мати надмірний рівень запасів в результаті невірних рішень про їх придбання, прийнятих в минулому. Це може також означати, що значна частка запасів повільно обертається або запаси є застарілими, і, отже, скоротити їх нелегко.

ЗАТРИМКИ ПЛАТЕЖІВ КРЕДИТОРАМ

При затримці платежів кредиторам засоби утримуються в бізнесі для інших цілей. Це може бути недорогою формою фінансування для компанії. Проте можуть виникнути значні витрати, пов'язані з даною формою фінансування.

3. Оцінка методів управління ризиком

У системі методів управління фінансовими ризиками підприємства основна роль належить внутрішнім механізмам їх нейтралізації. Внутрішні механізми нейтралізації фінансових ризиків є системою методів мінімізації їх негативних наслідків, обраних і здійснюваних в рамках самого підприємства.

Перевагою використання внутрішніх механізмів нейтралізації фінансових ризиків є високий ступінь альтернативності ухвалюваних управлінських рішень, не залежних, як правило, від інших суб'єктів господарювання. Вони виходять з конкретних умов здійснення фінансової діяльності підприємства і його фінансових можливостей, дозволяють найбільшою мірою врахувати вплив внутрішніх чинників на рівень фінансових ризиків в процесі нейтралізації їх негативних наслідків.

Система внутрішніх механізмів нейтралізації фінансових ризиків передбачає використання наступних основних методів:

- уникнення ризику;
- лімітація концентрації ризику;
- хеджування;
- диверсифікація;
- трансферт ризику;
- самострахування;
- інші методи.

1. Найпростішим методом в системі внутрішніх механізмів нейтралізації фінансових ризиків є їх уникнення. Воно полягає в розробці таких заходів внутрішнього характеру, які повністю виключають конкретний вид фінансового ризику. До числа основних з таких заходів відносяться:

- відмова від здійснення фінансових операцій, рівень ризику по яких надмірно високий. Не дивлячись на високу ефективність цього заходу, її використання носить обмежений характер, оскільки більшість фінансових операцій пов'язана із здійсненням основної виробничо-комерційної діяльності підприємства, що забезпечує регулярне надходження доходів і формування його прибутку;

- відмова від продовження господарських відносин з партнерами, що систематично порушують контрактні зобов'язання. Таке формулювання уникнення ризику є одним з найефективніших і найпоширеніших. Підприємство повинно систематично аналізувати стан виконання

партнерами зобов'язань за укладеними контрактами, виявляти причини їх невиконання окремими господарюючими суб'єктами і за наслідками аналізу періодично здійснювати необхідну ротацію партнерів по господарських операціях;

- відмова від використання у високих обсягах позикового капіталу. Зниження частки позикових фінансових коштів в господарському обороті дозволяє уникнути одного з найістотніших фінансових ризиків — втрати фінансової стійкості підприємства. Разом з тим, таке уникнення ризику спричиняє за собою зниження ефекту фінансового леверіджу, тобто можливості отримання додаткової суми прибутку на вкладений капітал;

- відмова від надмірного використання оборотних активів в низько ліквідних формах. Підвищення рівня ліквідності цих активів дозволяє уникнути ризику неплатоспроможності підприємства в майбутньому періоді. Проте таке уникнення ризику позбавляє підприємство додаткових доходів від розширення обсягів продажу продукції в кредит і частково породжує нові ризики, пов'язані з порушенням ритмічності операційного процесу через зниження розміру страхових запасів сировини, матеріалів, готової продукції;

- відмова від використання тимчасово вільних грошових активів в короткострокових фінансових інвестиціях. Цей захід дозволяє уникнути депозитного і процентного ризику, проте породжує втрати від інфляційного ризику, а також ризику упущеної вигоди.

Відкидання перерахованих ризиків позбавляє підприємство додаткових джерел формування прибутку, а відповідно негативно впливає на темпи його економічного розвитку і ефективність використання власного капіталу. Тому в системі внутрішніх механізмів нейтралізації ризиків їх уникнення повинне здійснюватися дуже зважено за наступних основних умов:

- якщо відмова від одного фінансового ризику не вабить виникнення іншого ризику більш високого або однозначного рівня;

- якщо рівень ризику нетотожний з рівнем прибутковості

фінансової операції за шкалою «прибутковість-ризик»;

- якщо фінансові втрати по даному виду ризику перевищують можливості їх відшкодування за рахунок власних фінансових коштів підприємства;

- якщо розмір доходу від операції, що генерує певні види ризику, неістотний, тобто займає невідчутну питому вагу у формованому позитивному грошовому потоці підприємства;

- якщо фінансові операції не характерні для фінансової діяльності підприємства, носять інноваційний характер і по них відсутня інформаційна база, необхідна для визначення рівня фінансових ризиків і ухвалення відповідних управлінських рішень.

2. Важливим напрямом нейтралізації фінансових ризиків є лімітація їх концентрації. Механізм лімітації концентрації фінансових ризиків використовується звичайно по тих їх видах, які виходять за межі допустимого їх рівня, тобто по фінансових операціях, здійснюваних в зоні критичного або катастрофічного ризику. Така лімітація реалізується шляхом встановлення на підприємстві відповідних внутрішніх фінансових нормативів в процесі розробки політики здійснення різних аспектів фінансової діяльності.

Система фінансових нормативів, що забезпечують лімітацію концентрації фінансових ризиків, може включати:

- граничний розмір (питома вага) позикових засобів, що використовуються в господарській діяльності. Цей ліміт встановлюється роздільно для операційної і інвестиційної діяльності підприємства, а у ряді випадків – і для окремих фінансових операцій (фінансування реального інвестиційного проекту; фінансування формування оборотних активів і т.п.);

- мінімальний розмір (питома вага) активів у високоліквідній формі. Цей ліміт забезпечує формування так званої «ліквідної подушки», що характеризує розмір резервування високоліквідних активів з метою майбутнього погашення невідкладних фінансових зобов'язань підприємства.

Як «ліквідна подушка» в першу чергу виступають короткострокові фінансові вкладення підприємства, а також короткострокові форми його дебіторської заборгованості;

- максимальний розмір комерційного або споживацького кредиту, що надається одному покупцю. Розмір кредитного ліміту, спрямований на зниження концентрації кредитного ризику, встановлюється при формуванні політики надання товарного кредиту покупцям продукції.

- максимальний розмір вкладення засобів в цінні папери одного емітента. Дана форма лімітації спрямована на зниження концентрації несистематичного (специфічного) фінансового ризику при формуванні портфеля цінних паперів. Для ряду інституційних інвесторів цей ліміт встановлюється в процесі державного регулювання їх діяльності в системі обов'язкових нормативів;

- максимальний період відвернення засобів в дебіторську заборгованість. За рахунок цього фінансового нормативу забезпечується лімітація ризику неплатоспроможності, інфляційного ризику і кредитного ризику.

Лімітація концентрації фінансових ризиків є одним з найпоширеніших внутрішніх механізмів ризик-менеджменту, що реалізує фінансову ідеологію підприємства в частині ухвалення цих ризиків і не вимагає високих витрат.

3. В якості основних форм диверсифікації фінансових ризиків підприємства можуть бути використані наступні напрями:

- диверсифікація видів фінансової діяльності. Використовування альтернативних можливостей отримання доходу від різних фінансових операцій — короткострокових фінансових вкладень, формування кредитного портфеля, здійснення реального інвестування, формування портфеля довгострокових фінансових вкладень і т.п.;

- диверсифікація валютного портфеля («валютної корзини») підприємства. Вибір для проведення зовнішньоекономічних операцій декількох видів валют. В процесі цього напряму диверсифікації

забезпечується зниження фінансових втрат по валютному ризику підприємства;

- диверсифікація депозитного портфеля. Розміщення крупних сум тимчасове вільних грошових коштів на зберігання в декількох банках, Оскільки умови розміщення грошових активів при цьому істотно не міняються, цей напрям диверсифікації забезпечує зниження рівня ризику депозитного портфеля без зміни рівня його прибутковості;

- диверсифікація кредитного портфеля. Розширення кола покупців продукції підприємства і направлення на зменшення його кредитного ризику. Звичайно диверсифікація кредитного портфеля в процесі нейтралізації цього виду фінансового ризику здійснюється спільно з лімітацією концентрації кредитних операцій шляхом встановлення диференційованого по групах покупців кредитного ліміту;

- диверсифікація портфеля цінних паперів. Дозволяє знижувати рівень несистематичного ризику портфеля, не зменшуючи при цьому рівень його прибутковості;

- диверсифікація програми реального інвестування. Включення в програму інвестування різних інвестиційних проєктів з альтернативною галузевою і регіональною спрямованістю, що дозволяє понизити загальний інвестиційний ризик за програмою.

Характеризуючи механізм диверсифікації в цілому, слід зазначити, що він вибірково впливає на зниження негативних наслідків окремих фінансових ризиків. Забезпечуючи безперечний ефект в нейтралізації комплексних, портфельних фінансових ризиків несистематичної (специфічної) групи, він не дає ефекту в нейтралізації переважної частини систематичних ризиків — інфляційного, податкового і інших. Тому використання цього механізму носить на підприємстві обмежений характер.

4. Механізм трансферту фінансових ризиків заснований на частій їх передачі партнерам по окремих фінансових операціях. При цьому господарським партнерам передається та частина фінансових ризиків

підприємства, по якій вони мають більше нагоди нейтралізації їх негативних наслідків і мають свій в розпорядженні більш ефективні способи внутрішнього страхового захисту.

У сучасній практиці ризик-менеджменту набули широке поширення наступні основні напрями розподілу ризиків (трансферту партнерам):

- розподіл ризику між учасниками інвестиційного проекту. В процесі такого розподілу підприємство може здійснити трансферт підрядчикам фінансових ризиків, пов'язаних з невиконанням календарного плану будівельно-монтажних робіт, низькою якістю цих робіт, розкраданням переданих їм будівельних матеріалів і деяких інших. Для підприємства, що здійснює трансферт таких ризиків, їх нейтралізація полягає в переробці робіт за рахунок підрядчика, виплати ним сум неустойок і штрафів і в інших формах відшкодування втрат, що зазнали;

- розподіл ризику між підприємством і постачальниками сировини і матеріалів. Предметом такого розподілу є, перш за все, фінансові ризики, пов'язані з втратою (псуванням) майна (активів) в процесі їх транспортування і здійснення вантажно-розвантажувальних робіт. Форми такого розподілу ризиків регулюються відповідними міжнародними правилами — «Інкотермс»;

- розподіл ризику між учасниками лізингової операції. Так, при оперативному лізингу підприємство передає орендодавцю ризик морального старіння активу, що використовується, ризик втрати ним технічної продуктивності (при дотриманні встановлених правил експлуатації) і ряд інших видів ризиків, що передбачаються відповідними спеціальними умовами в контракті, що укладається;

- розподіл ризику між учасниками факторингової (форфейтингової) операції. Предметом такого розподілу є, перш за все, кредитний ризик підприємства, який в переважній його частці передається відповідному фінансовому інституту — комерційному банку або факторинговій компанії. Ця форма розподілу ризику носить для

підприємства платний характер, проте дозволяє в істотному ступені нейтралізувати негативні фінансові наслідки його кредитного ризику.

Ступінь розподілу ризиків, а отже і рівень нейтралізації їх негативних фінансових наслідків для підприємства є предметом його контрактних переговорів з партнерами, відбиваних узгодженими з ними умовами відповідних контрактів.

5. Механізм самострахування фінансових ризиків, заснований на резервуванні підприємством частини фінансових ресурсів дозволяє долати негативні фінансові наслідки по тих фінансових операціях, по яких ці ризики не пов'язані з діями контрагентів. Основними формами цього напряму нейтралізації фінансових ризиків є:

- формування резервного (страхового) фонду підприємства. Він створюється відповідно до вимог законодавства і статуту підприємства. На його формування прямує не менше 5% суми прибутку, одержаного підприємством в звітному періоді;
- формування цільових резервних фондів. Прикладом такого формування можуть слугувати: фонд страхування цінового ризику (на період тимчасового погіршення кон'юнктури ринку); фонд зниження ціни товарів на підприємствах торгівлі; фонд погашення безнадійної дебіторської заборгованості по кредитних операціях підприємства і т.п. Перелік таких фондів, джерела їх формування і розміри відрахувань в них визначаються статутом підприємства і іншими внутрішніми документами і нормативами;
- формування резервних сум фінансових ресурсів в системі бюджетів, що доводяться різним центрам відповідальності. Такі резерви передбачаються звичайно у всіх видах капітальних бюджетів і у ряді гнучких поточних бюджетів;
- формування системи страхових запасів матеріальних і фінансових ресурсів по окремих елементах оборотних активів підприємства. Такі страхові запаси створюються по грошових активах» сировині, матеріалам, готовій продукції. Розмір потреби в страхових запасах по

окремих елементах оборотних активів встановлюється в процесі їх нормування;

- нерозподілений залишок прибутку, одержаного в звітному періоді. До його розподілу в інвестиційному процесі він може розглядатися як резерв фінансових ресурсів, що спрямовуються в необхідному випадку на ліквідацію негативних наслідків окремих фінансових ризиків.

Використовуючи цей механізм нейтралізації фінансових ризиків, необхідно мати на увазі, що страхові резерви у всіх формах, хоча і дозволяють швидко відшкодувати фінансові втрати, що зазнало підприємством, проте «заморожують» використання достатньо відчутної суми фінансових ресурсів. В результаті цього знижується ефективність використання власного капіталу підприємства, посилюється його залежність від зовнішніх джерел фінансування. Це визначає необхідність оптимізації сум резервованих фінансових ресурсів з позицій майбутнього їх використання для нейтралізації лише окремих видів фінансових ризиків. До числа таких ризиків можуть бути віднесені:

- не страховані види фінансових ризиків;
- фінансові ризики допустимого і критичного рівня з невисокою вірогідністю виникнення;
- більшість фінансових ризиків допустимого рівня, розрахункова вартість передбачуваного збитку по яких невисока.

6. Серед інших методів внутрішньої нейтралізації фінансових ризиків, що використовуються підприємством, можуть бути:

- забезпечення стягнення з контрагента по фінансовій операції додаткового рівня премії за ризик. Якщо рівень ризику до здійснення фінансової операції перевищує розрахунковий рівень доходу по ній (за шкалою «прибутковість — ризик»), необхідно забезпечити отримання додаткового доходу або відмовитися від її проведення;

- отримання від контрагентів певних гарантій. Такі гарантії, пов'язані з нейтралізацією негативних фінансових наслідків при настанні

ризикової події, можуть бути надані у формі поручительства, гарантійних листів третіх осіб, страхових полісів на користь підприємства з боку його контрагентів по високо ризикових фінансових операціях;

- скорочення переліку форс-мажорних обставин в контрактах з контрагентами. В сучасній вітчизняній господарській практиці цей перелік необґрунтовано розширюється (проти загальноприйнятих міжнародних комерційних і фінансових правил), що дозволяє партнерам підприємства уникати у ряді випадків фінансової відповідальності за невиконання своїх контрактних зобов'язань;

- забезпечення компенсації можливих фінансових втрат по ризиках за рахунок системи штрафних санкцій, що передбачається. Цей напрям нейтралізації фінансових ризиків передбачає розрахунок і включення в умови контрактів з контрагентами необхідних розмірів штрафів, пені, неустойок і інших форм фінансових санкцій у разі порушення ними своїх зобов'язань (невчасних платежів за продукцію, невиплати відсотків і т.п.). Рівень штрафних санкцій повинен повною мірою компенсувати фінансові втрати підприємства у зв'язку з неотриманням розрахункового доходу, інфляцією, зниженням вартості грошей в часі і т.п.

Тут нами були розглянуті лише основні внутрішні механізми нейтралізації фінансових ризиків. Вони можуть бути істотно доповнені з урахуванням специфіки фінансової діяльності підприємства і конкретного складу портфеля його фінансових ризиків.