

УДК: 336:005.334:334.758.4

А.С. Ворожун

КОНЦЕПТУАЛЬНАЯ МОДЕЛЬ УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСОВЫМ РИСКОМ ХОЛДИНГА

В статье определены недостатки финансового менеджмента холдингов в Республике Беларусь, которые не позволяют эффективно управлять финансовым риском. Для устранения выявленных недостатков научно обоснованы ответы на ряд проблемных вопросов и разработана концептуальная модель управления финансовым риском холдинга. В рамках разработанной концептуальной модели детально описаны содержание и взаимосвязь основных этапов управления финансовым риском холдинга.

Введение

В 2013 г. нами был реализован исследовательский проект для определения финансовых особенностей холдингов в Республике Беларусь. Проект был выполнен под научным руководством кандидата экономических наук Л.М Кравец. В нем участвовали 25 из 52 холдингов, зарегистрированных на тот момент в Республике Беларусь. Результаты проекта показали, что финансовый менеджмент национальных холдингов имеет ряд недостатков, которые не позволяют эффективно управлять финансовым риском [1].

Первым таким недостатком является ориентация финансовых менеджеров холдингов в основном на максимизацию чистой прибыли. Это как минимум не позволяет учесть последствия реализации ценового риска в форме переоценки стоимости основных средств. Второй недостаток состоит в том, что финансовые менеджеры не управляют финансовым риском холдинга на регулярной и системной основе. Третий недостаток выражается в том, что финансовые менеджеры в качестве объекта управления не рассматривают отдельно и на регулярной основе открытые валютные, процентные, ценовые, кредитные позиции и позиции по ликвидности. Четвертый недостаток заключается в том, что финансовые менеджеры не могут максимально эффективно управлять финансовым риском, т.к. не учитывают особенностей финансовых отношений холдинга.

Для преодоления названных недостатков необходимо разработать концептуальную модель управления финансовым риском холдинга.

Проблемные вопросы, возникающие при разработке концептуальной модели управления финансовым риском холдинга

Перед разработкой концептуальной модели управления финансовым риском холдинга необходимо научно обосновать ответы на ряд проблемных вопросов.

Первый проблемный вопрос связан с выбором метода оценки стоимости холдинга, иными словами, метода оценки реальной величины собственного капитала холдинга. На сегодняшний день оценка стоимости компаний в Республике Беларусь регламентирована Государственным стандартом СТБ 52.1.01-2011 «Оценка стоимости объектов гражданских прав. Оценка стоимости предприятий (бизнеса)» [2]. Руководствуясь этим документом, субъект при оценке стоимости холдинга вправе использовать как рыночные методы (доходный, сравнительный или затратный), так и метод балансового накопления активов.

Сравнительный анализ показал, что каждый из разрешенных законодательством методов оценки распространен в мировой практике, однако приводит, как правило, к различным результатам и имеет свою область применения (таблица 1).

Таблица 1 – Сравнительная характеристика методов, применяемых для оценки стоимости холдинга

Критерий сравнения	Характеристика метода			
	Рыночный			Балансовое накопление активов
	Доходный	Сравнительный	Затратный	
Содержание	Стоимость холдинга – это сумма текущих значений его будущих доходов.	Стоимость холдинга соответствует рыночной цене холдинга-аналога.	Стоимость холдинга равна стоимости воспроизводства его точной копии как имущественного комплекса.	
Преимущества	Учет перспектив развития холдинга.	Использование реальных рыночных цен на холдинги-аналоги.	Использование бухгалтерских данных о реальных активах и обязательствах холдинга.	
Недостатки	1. Сложность долгосрочного прогноза. 2. Сложность расчета ставки капитализации. 3. Применение условных допущений.	1. Использование ретроспективной информации. 2. Трудоемкость сбора данных о холдингах-аналогах. 3. Применение корректировок, т.к. невозможно существование идентичных холдингов.	1. Использование ретроспективной информации. 2. Определение нижней границы стоимости холдинга. 3. Трудоемкость переоценки активов до рыночной стоимости.	1. Использование ретроспективной информации. 2. Определение нижней границы стоимости холдинга. 3. Отсутствие переоценки активов до рыночной стоимости.
Условия применения	Холдинг действует в информационной сфере, используя новые технологии или особые каналы сбыта товаров.	Холдинг создан давно, и его акции котируются на бирже; имеется информация о рыночных ценах холдингов-аналогов.	Холдинг недавно создан или отсутствует информация о рыночных ценах холдингов-аналогов; холдинг обладает достаточной гибкостью для расширения и диверсификации бизнеса; холдинг имеет значительные материальные активы.	
Методы расчета внутри метода оценки	1. Капитализация по норме отдачи. 2. Прямая капитализация.	1. Метод рынков капитала. 2. Метод сделок. 3. Метод мультипликаторов.	1. Накопление активов. 2. Скорректированная балансовая стоимость. 3. Ликвидационная стоимость.	—

Источник: разработка автора на основе [2–5].

Из данных таблицы 1 видно, что использование доходного метода позиционирует холдинг не просто как набор активов, а как поток будущих доходов [5, с. 93]. Содержание сравнительного метода состоит в расчете стоимости холдинга на основе рыночной цены холдинга-аналога. В основе затратного метода и метода балансового накопления активов лежит фундаментальный бухгалтерский принцип, согласно которому стоимость холдинга равна суммарной стоимости его активов за вычетом обязательств [3, с. 183].

Осуществляя выбор в пользу того или иного метода оценки стоимости холдинга (в контексте разработки концептуальной модели управления финансовым риском), необходимо сделать следующие замечания:

1) долгосрочное прогнозирование будущих доходов холдинга в рамках доходного метода в современных экономических условиях труднореализуемо;

2) использование сравнительного метода даст достаточно условный результат, если принять во внимание отсутствие активного национального рынка купли-продажи действующего бизнеса;

3) затратный метод и метод балансового накопления активов в отличие от других основываются, главным образом, на бухгалтерских данных о реально существующих активах и обязательствах холдинга [3, с. 183];

4) применение затратного метода и метода балансового накопления активов наиболее оправдано в отношении промышленных холдингов, которые обладают значительными материальными активами;

5) метод балансового накопления активов позволит лучше других оценить влияние финансового риска на стоимость холдинга, т.к. его логика заключается в соотношении стоимости активов и обязательств, многие из которых являются условием возникновения финансового риска.

Поэтому считаем, что для наиболее корректной оценки влияния финансового риска необходимо оценивать стоимость холдинга с помощью метода балансового накопления активов. Этот метод не предполагает промежуточной переоценки активов холдинга, а значит, лучше остальных подходит для регулярной экспресс-оценки стоимости холдинга в целях реализации управленческих решений.

Обоснованный нами вывод правомерен в контексте использования национальным законодателем стоимости чистых активов (т.е. результата применения метода балансового накопления активов) в качестве официальной меры стоимости компании [6]. В постановлении Совета Министров Республики Беларусь № 950 от 27.06.2008 г. предусматривается обязательность уменьшения величины уставного фонда компании, если его зарегистрированная величина будет выше стоимости чистых активов на 1 января каждого календарного года. Уменьшение величины уставного фонда до уровня, который ниже установленного законодательством минимума, предполагает ликвидацию компании [7]. Поэтому, по нашему мнению, финансовым менеджерам следует регулярно оценивать стоимость холдинга (стоимость компаний-участников холдинга) с помощью метода балансового накопления активов, даже если параллельно применяются другие методы расчета.

Второй проблемный вопрос состоит в обосновании двойственности характера финансовых последствий финансового риска. Мы считаем, что как отрицательные, так и положительные изменения стоимости активов и обязательств холдинга составляют сущность финансового риска.

Так, на первый взгляд может показаться положительным результатом прирост стоимости холдинга в результате реализации спекулятивных видов финансового риска. Однако, во-первых, как отмечают американские классики финансового менеджмента Ю. Бригхэм и М. Эрхардт, инвесторы обычно не склонны к риску, поэтому при прочих равных условиях приобретают акции с более прогнозируемыми и устойчивыми денежными потоками [8, с. 38]. Во-вторых, главная цель деятельности холдинга состоит в долгосрочном устойчивом приросте стоимости, а не в краткосрочных приростах стоимости за счет спекулятивных факторов. В-третьих, как справедливо отмечают авторы энциклопедии финансового риск-менеджмента А.А. Лобанов и А.В. Чугунов, ориентация при прогнозировании риска только на вероятностные потери «противоречит концеп-

ции, объединяющей в понятии риска возможность не только отрицательных, но и положительных исходов» [9, с. 330].

Третий проблемный вопрос состоит в обосновании возможности получения синергического эффекта в сфере финансового риска. Мы считаем, что особенности внешних финансовых отношений холдинга при определенных условиях позволяют количественно снизить финансовый риск. Это становится возможным за счет регулирования условий финансового риска, за счет использования недоступных индивидуальным компаниям инструментов распределения рисков, за счет покрытия временного дефицита ликвидности участников в результате перераспределения денежных средств внутри холдинга [1].

Характеристика модели управления финансовым риском холдинга

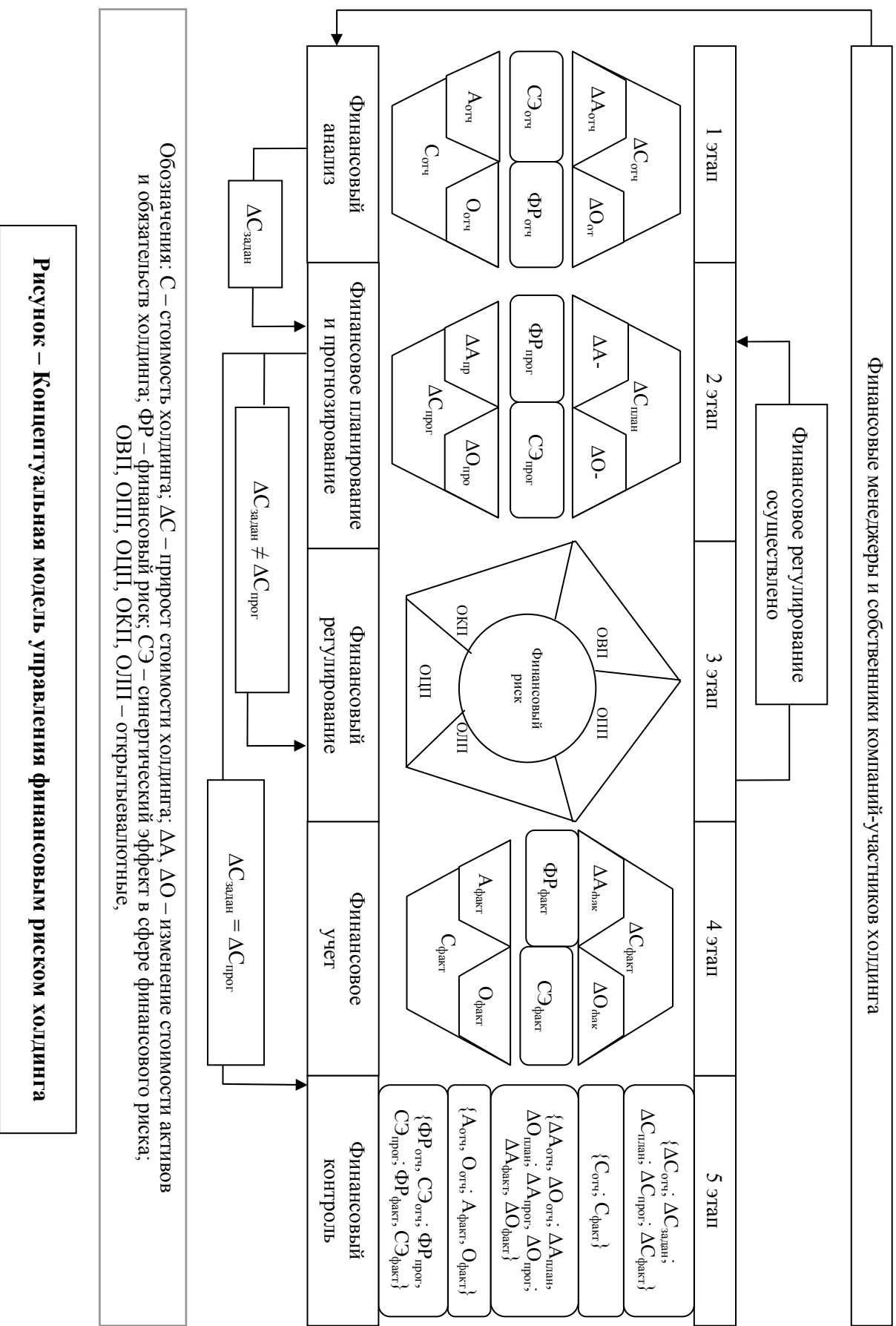
Концептуальную модель управления финансовым риском холдинга графически представим на рисунке. Из него видно, что управляющее воздействие в концептуальной модели осуществляют финансовые менеджеры и собственники компаний-участников холдинга (субъект модели). Главная цель модели состоит в управлении финансовым риском для обеспечения заданной величины прироста стоимости холдинга. Количественным показателем главной цели в модели является прирост стоимости холдинга с учетом финансового риска и синергического эффекта в сфере финансового риска. Объектом в разработанной модели является финансовый риск холдинга. Количественным показателем объекта в модели выступает величина активов и обязательств холдинга, формирующих открытые валютные, процентные, ценовые, кредитные и позиции по ликвидности. Субъект осуществляет воздействие на объект в модели с помощью финансового механизма. При этом в финансовом механизме наибольший интерес представляют финансовые методы: их содержание и соответствие этапам управления.

На первом этапе субъект осуществляет финансовый анализ, в ходе которого исследует фактические данные о приросте стоимости холдинга ($\Delta C_{отч}$), финансовом риске ($\Phi P_{отч}$) и синергическом эффекте в сфере финансового риска ($CЭ_{отч}$) за прошедшие периоды. При этом субъект оценивает стоимость холдинга на конец отчетного периода ($C_{отч}$) с помощью метода балансового накопления активов.

В ходе финансового анализа субъект также исследует особенности финансовых отношений данного холдинга, выявляет виды реализованного в прошедших периодах финансового риска, рассчитывает открытые позиции по финансовому риску на конец отчетного периода. Завершается финансовый анализ установкой заданного значения прироста стоимости холдинга в будущем периоде ($\Delta C_{задан}$).

На втором этапе субъект осуществляет первичное планирование изменения стоимости активов и обязательств холдинга без учета влияния финансового риска ($\Delta A_{план}$, $\Delta O_{план}$) и синергического эффекта в сфере финансового риска. Это достигается за счет использования при планировании валютных курсов и процентных ставок отчетного периода, а также нивелирования влияния случайных событий ценового, кредитного и риска ликвидности. Результатом первичного планирования становится расчет открытых позиций по риску и оценка прироста стоимости холдинга в будущем периоде без учета финансового риска ($\Delta C_{план}$).

Далее на втором этапе осуществляется первичное прогнозирование финансового риска ($\Phi P_{прог}$) с помощью экспертных, статистических и других методик. При этом используются сценарии изменения валютных курсов, процентных ставок и других случайных событий финансового риска. Кроме того, прогнозируется синергический эффект холдинга ($CЭ_{прог}$) в сфере финансового риска. После этого субъект составляет прогнозы изменения стоимости активов и обязательств холдинга с учетом финансового риска и синергического эффекта в сфере финансового риска ($\Delta A_{прог}$, $\Delta O_{прог}$). Завершается



Обозначения: C – стоимость холдинга; ΔC – прирост стоимости холдинга; ΔA, ΔO – изменение стоимости активов и обязательств холдинга; ΦP – финансовый риск; C3 – синергический эффект в сфере финансового риска; ОВП, ОПП, ОЦП, ОКП, ОЛП – открытые/закрытые;

Рисунок – Концептуальная модель управления финансовым риском холдинга

второй этап сложением прогнозной величины финансового риска и плановой оценки прироста стоимости холдинга в будущем периоде. На этой основе рассчитывается прогнозный прирост стоимости холдинга ($\Delta C_{\text{прог}}$). Если заданный на первом этапе прирост стоимости холдинга не обеспечивается при прогнозном значении финансового риска (т.е. $\Delta C_{\text{задан}} \neq \Delta C_{\text{прог}}$), то субъект переходит к третьему этапу, если заданный прирост обеспечивается, тогда к четвертому этапу.

На третьем этапе субъект осуществляет финансовое регулирование, которое состоит в оперативном воздействии на объект модели: активы и обязательства холдинга, формирующие открытые валютные (ОВП), процентные (ОПП), ценовые (ОЦП), кредитные (ОКП) и позиции ликвидности (ОЛП). Для финансового регулирования могут использоваться различные приемы: установка валютных оговорок в контрактах при продаже продукции, выбор процентной ставки при получении иностранного кредита и т.д. Допустим, субъект на основе финансового планирования определил, что холдинг будет иметь отрицательную валютную позицию в долларах и положительную в евро. В этом случае простейшим приемом регулирования финансового риска будет осуществление закупок сырья и материалов в евро, а продаж продукции – в долларах. В итоге у холдинга уменьшится открытая валютная позиция в долларах и в евро, что приведет к снижению валютного, а следовательно, и финансового риска. Аналогичным образом субъект осуществляет регулирование открытой процентной позиции при выборе разнородных процентных ставок по кредитам и депозитам. Более сложное и результативное регулирование финансового риска осуществляется с помощью различных инструментов: страхования, факторинга, хеджирования, секьюритизации активов, лизинга.

Логическим завершением финансового регулирования является возврат субъекта ко второму этапу. Здесь осуществляется вторичное планирование изменения стоимости активов и обязательств холдинга без учета влияния финансового риска, а также вторичное прогнозирование финансового риска. Если заданный на первом этапе прирост стоимости холдинга обеспечивается при новом прогнозном значении финансового риска ($\Delta C_{\text{задан}} = \Delta C_{\text{прог}}$), то субъект переходит к четвертому этапу.

На четвертом этапе осуществляется финансовый учет. При этом субъект регистрирует в учетных документах фактическое значение финансового риска холдинга ($\Phi R_{\text{факт}}$), синергического эффекта в сфере финансового риска ($CЭ_{\text{факт}}$), прироста активов и обязательств с учетом финансового риска и синергического эффекта в сфере финансового риска ($\Delta A_{\text{факт}}$, $\Delta O_{\text{факт}}$). На основе этих данных субъект оценивает фактический прирост стоимости холдинга за период ($\Delta C_{\text{факт}}$) и фактическую стоимость холдинга с учетом финансового риска и синергического эффекта в сфере финансового риска ($C_{\text{факт}}$).

На пятом этапе субъект осуществляет финансовый контроль данных финансового учета на предмет их соответствия плановым и прогнозным данным, а также данным прошлых периодов. Далее оценивается точность прогнозирования и результативность регулирования финансового риска. После завершения пятого этапа субъект переходит к осуществлению очередного цикла управления.

Заключение

Использование холдингами в Республике Беларусь разработанной концептуальной модели управления финансовым риском позволит преодолеть выявленные ранее недостатки финансового менеджмента. Это будет обеспечено за счет того, что разработанная концептуальная модель:

1) ориентирует субъекта на управление финансовым риском при заданном уровне прироста стоимости холдинга (т.е. в контексте достижения более глобальных, чем максимизация прибыли, целей);

2) позволяет субъекту управлять финансовым риском холдинга на регулярной и системной основе;

3) позиционирует в качестве количественного показателя объекта различные активы и обязательства холдинга, формирующие открытые валютные, процентные, ценовые, кредитные и позиции по ликвидности;

4) учитывает особенности финансовых отношений холдинга и возможность получения синергического эффекта в сфере финансового риска.

Дальнейшее развитие концептуальной модели управления финансовым риском холдинга мы видим в совершенствовании методического инструментария, применяемого на каждом этапе управления, в первую очередь на этапах финансового планирования и прогнозирования и финансового регулирования.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Ворожун, А.С. Финансовый риск в системе финансового менеджмента холдинга : монография / А.С. Ворожун. – Гомель : УО «ГГУ им. Ф. Скорины», 2013. – 240 с.

2. Государственные стандарты Республики Беларусь по оценке стоимости гражданских прав // Государственный комитет по имуществу Республики Беларусь [Электронный ресурс]. – 2013. – Режим доступа : <http://www.gki.gov.by/info-center/tkp/stb/>. – Дата доступа : 10.11.2013.

3. Рош, Дж. Стоимость компании: от желаемого к действительному / Дж. Рош ; пер. с англ. под ред. Е.И. Недбальской. – Минск : Гревцов Паблишер, 2008. – 352 с.

4. Симионова, Н.Е. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / Н.Е. Симионова, Р.Ю. Симионов. – М. : МарТ, 2004. – 464 с.

5. Щербаков, В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / В.А. Щербаков, Н.А. Щербакова. – М. : Омега-Л, 2009. – 299 с.

6. Инструкция о порядке расчета стоимости чистых активов : утв. М-вом финансов Респ. Беларусь, 11 июня 2012, № 35 // Нац. реестр правовых актов Респ. Беларусь. – 2012. – 8/26095.

7. О некоторых вопросах определения стоимости чистых активов : постановление Совета Министров Респ. Беларусь, 27 июня 2008 г. № 950 // Нац. реестр правовых актов Респ. Беларусь. – 2008. – № 160. – 5/27939.

8. Бригхэм, Ю. Финансовый менеджмент / Ю. Бригхэм, М. Эрхардт ; пер. с англ. под ред. Е.А. Дорофеева. – СПб. : Питер, 2007. – 960 с.

9. Энциклопедия финансового риск-менеджмента / А.А. Лобанов [и др.] ; под общ. ред. А.А. Лобанова и А.В. Чугунова. – М. : Альпина Паблишер, 2003. – 786 с.

Vorozhun A.S. The Conceptual Model of Management of the Financial Risk of Holding

The defects of financial management of holding in the Republic of Belarus, that does not allow managing a financial risk effectively, are defined in the article. For the removal of the educed defects the author grounded answers for the row of problem questions and worked out the conceptual model of management of the financial risk of holding. Maintenance and intercommunication of the basic stages of management of the financial risk of holding (within the framework of conceptual model) are described.

Рукапіс паступіў у рэдакцыю 20.06.2014