

СУЩНОСТЬ И НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ, ИСПОЛЬЗУЕМЫХ ДЛЯ ОПТИМИЗАЦИИ УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Андрей МУЛИК

Кафедра «Финансы и банки»

În articol se analizează esența și evoluția instrumentelor financiare utilizate pentru optimizarea gestiunii finanțelor întreprinderii. Este prezentată clasificarea instrumentelor financiare și evoluția teoriilor științifice care contribuie la dezvoltarea unor instrumente financiare pentru aplicarea lor la optimizarea gestiunii finanțelor. În afară de aceasta, au fost analizate cele mai importante instrumente financiare, ținându-se seama de specificul Republicii Moldova, și a fost analizată posibilitatea utilizării lor pentru îmbunătățirea gestiunii finanțelor întreprinderii în Republica Moldova.

This article examines the essence and direction of the financial instruments used to optimize the financial management of the enterprise. The classification of financial instruments and considering the evolution of scientific theories, contributed to the development of financial instruments to its subsequent application to optimize the management of finances. It considered most important, taking into account the specifics of Republic of Moldova, of the financial instruments and analyzed the possibility of using them to improve corporate finance in Republic of Moldova.

В инвестиционной деятельности предприятия, и особенно на рынке ценных бумаг, в число ключевых входит понятие финансового инструмента. Это одна из новых и весьма неоднозначно трактуемых экономических категорий, появившихся одновременно с началом распространения элементов рыночной экономики. [3, с.124]. Особенно интересно рассмотрение роли финансовых инструментов в оптимизации управления финансами предприятий. Существуют разные подходы к трактовке понятия «финансовый инструмент». Изначально было распространено упрощенное определение, согласно которому выделялись три основных категории финансовых инструментов: (1) денежные средства (средства в кассе и на расчетном счете, валюта); (2) кредитные инструменты (облигации, кредиты, депозиты); (3) способы участия в уставном капитале (акции и паи).

По мере развития рынков капитала и появления новых видов финансовых активов, обязательств и операций с ними (форвардные контракты, фьючерсы, опционы, свопы и др.), терминология все более уточнялась; в частности, появилась необходимость отграничения собственно инструментов от тех предметов, которыми этими инструментами манипулируют или которые лежат в основе того или иного инструмента, т.е. от финансовых активов и обязательств. Более того, в области финансов сформировалось новое направление, получившее название финансового инжиниринга (financial engineering), в рамках которого дается систематизированное описание традиционных и новых финансовых инструментов [2,3, с.125].

Из рассматриваемых международных стандартов финансовой отчетности необходимо выделить «Финансовые инструменты: раскрытие и представление» (МСФО 32) и «Финансовые инструменты: признание и оценка» (МСФО 39) и дать следующее определение финансового инструмента.

Финансовый инструмент – это любой договор, в результате которого одновременно возникают финансовый актив у одной компании и финансовое обязательство или долевого инструмента – у другой. Как следует из приведенного определения, можно выделить две видовые характеристики, позволяющие квалифицировать ту или иную операцию, имеющую отношение к финансовому инструменту: во-первых, в основе операции должны лежать финансовые активы и обязательства; во-вторых, операция должна иметь форму договора (контракта).

В частности, производственные запасы, материальные и нематериальные активы, расходы будущих периодов, полученные авансы и т.п. не подпадают под определение финансовых активов, а потому, хотя владение ими потенциально может привести к притоку денежных средств, права получить в будущем некие финансовые активы не возникает. Что касается второй характеристики, то, например, взаимоотношения с государством по поводу задолженности по налогам не могут рассматриваться как финансовый инструмент, поскольку эти взаимоотношения не носят контрактного характера [3, с.126]. Исходя из этого, нами предложена классификация финансовых инструментов, необходимых для оптимизации управления финансами предприятия:

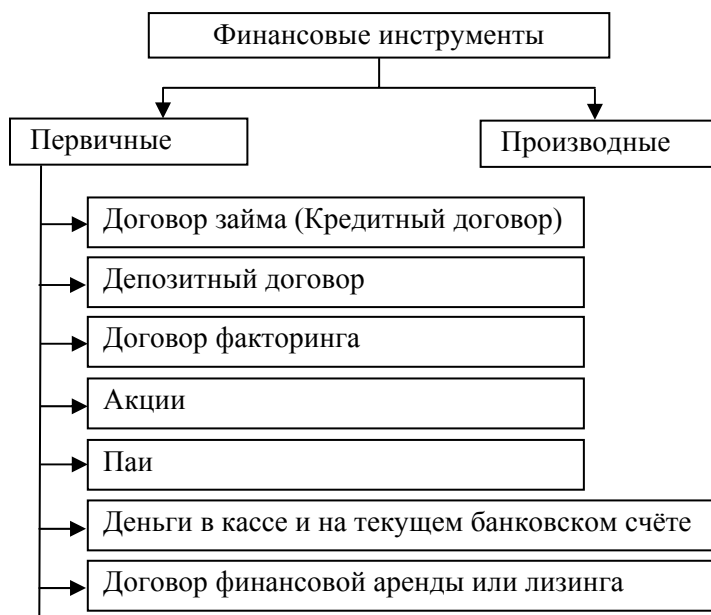


Рис.1. Фрагмент классификации финансовых инструментов.
Источник: разработано автором

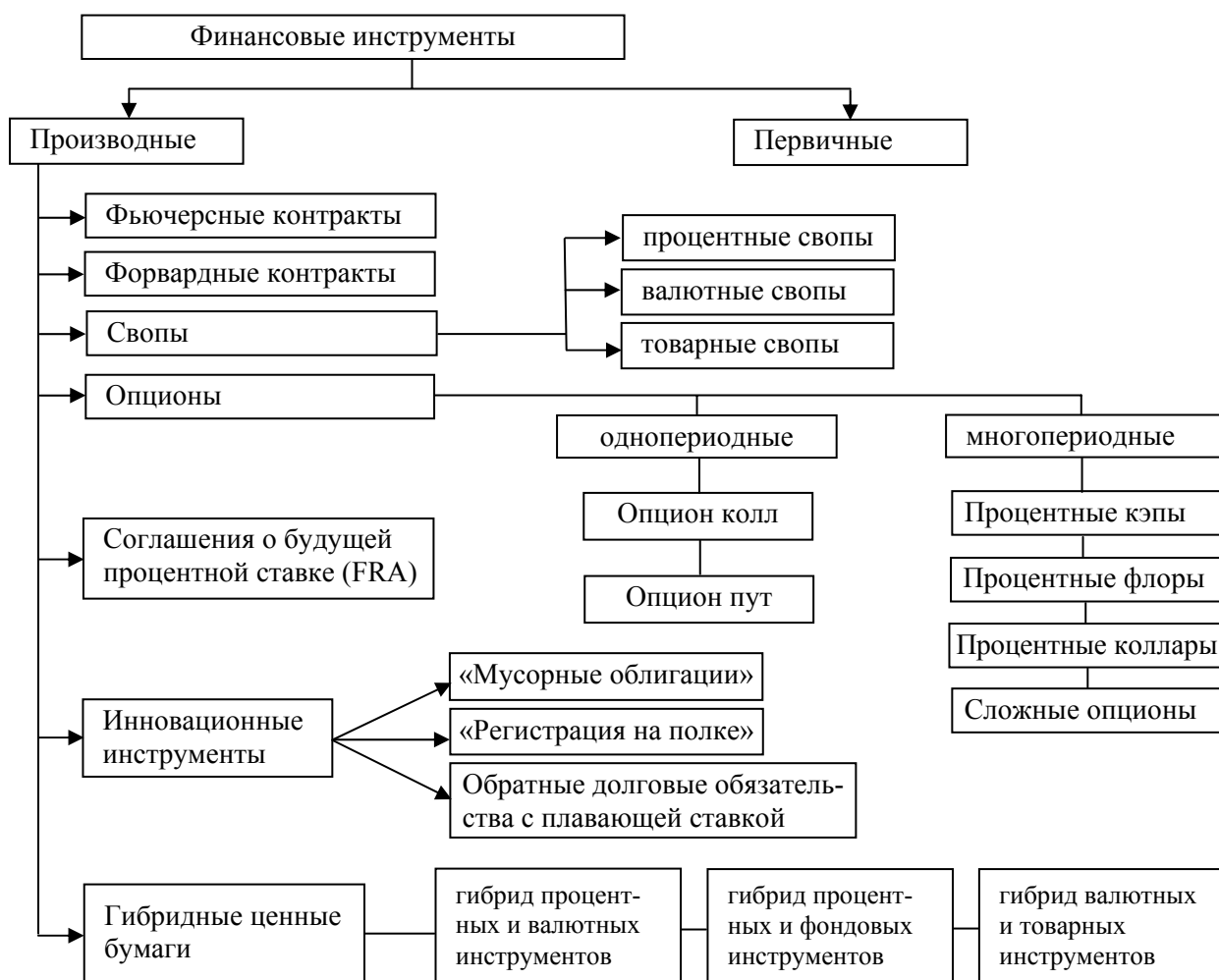


Рис.2. Фрагмент авторской классификации финансовых инструментов.
Источник: разработано автором

Проанализировав методическую литературу, приведём эволюцию научных теорий, обусловивших развитие финансовых инструментов и их последующее применение для оптимизации управления финансами:

1) Теория структуры капитала. Основоположники этой теории – Ф. Модильяни и М. Миллер, опубликовали работу, в которой пришли к выводу, что стоимость любой организации определяется будущими доходами и, следовательно, не зависит от структуры ее капитала. Согласно этой теории, стоимость акций не зависит от соотношения между ее заемным и собственным капиталом. В 1963 г. Ф. Модильяни и М. Миллер опубликовали вторую работу, посвященную структуре капитала, где было доказано, что цена акций непосредственно связана с использованием заемных средств: чем выше доля заемного капитала, тем выше цена акций [6, с.269].

2) Теория портфеля. Ее основоположником является Г. Марковиц, получивший за свои труды в 1990 г. Нобелевскую премию по экономике. Согласно данной теории, совокупный уровень риска может быть снижен за счет объединения рискованных активов в портфеле. Теория Г. Марковица включает следующие разделы:

- а) оценка инвестиционных качеств финансовых инструментов;
- б) формирование инвестиционных решений относительно включения в портфель индивидуальных финансовых инструментов;
- в) оптимизация портфеля, направленная на снижение уровня его риска при заданном уровне прибыльности;
- г) совокупная оценка сформированного инвестиционного портфеля по соотношению уровней доходности и риска [6, с.269].

3) Модель оценки доходности финансовых активов. Эта модель конкретизирует взаимосвязь между уровнем риска и требуемой доходностью. Она разработана Дж. Линтнером, Я. Мойссином и лауреатом Нобелевской премии У. Шарпом и основана на представлении идеального рынка капиталов и некоторых других допущениях. Согласно этой модели, требуемая доходность рискованных активов представляет собой функцию безрисковой доходности, средней доходности на рынке ценных бумаг и индекса колеблемости доходности данного финансового актива по отношению к доходности на рынке в среднем [6, с.269].

4) Теория налоговой дифференциации Р. Литценбергера и К. Рамасвали основана на налоговых эффектах. Согласно теории налоговой дифференциации, инвесторы отдают предпочтение акциям, общая доходность которых за период владения, исчисленная с учетом налогов, выше. Акционеры организации, имеющей относительно высокий уровень дивидендов, должны требовать повышенного дохода на акцию, чтобы компенсировать потери, связанные с повышенным налогообложением. Что касается организации, то ей невыгодно платить высокие дивиденды, поскольку ее рыночная стоимость максимизируется при относительно низкой доле дивидендов в прибыли. Однако большая часть организаций предпочитают регулярно выплачивать дивиденды, в результате срабатывает эффект сигнализации [6, с.269].

5) Теория дивидендов сформулирована в 1961 г. Ф. Модильяни и М. Миллером. Они исследовали влияние политики выплаты дивидендов на курсы акций организаций.

6) Теория иррелевантности дивидендов разработана в 1961 г. Согласно данной теории, при наличии идеального рынка капиталов стоимость организации зависит от принятых решений по проектам капиталовложений, поскольку эти решения определяют будущие денежные потоки по операциям и степень рискованности потоков. Способы формирования капитала не оказывают никакого влияния на стоимость организации, т.е. эта стоимость является иррелевантной [6, с.269].

7) Теория арбитражного ценообразования (АРТ) предложена профессором Йельского университета Стивеном Россом в 1976 г. В основу модели заложено утверждение о том, что фактическая доходность любой акции складывается из двух частей: нормальной (ожидаемой) и рискованной (неопределенной) доходности. Последний компонент определяется многими экономическими факторами, например – рыночной ситуацией в стране, оцениваемой валовым внутренним продуктом, стабильностью мировой экономики, инфляцией, динамикой процентных ставок и т.д. [6, с.270].

8) Теория опционов. Авторами модели ценообразования опционов являются Ф. Блэк и М. Шоулз. В финансовой практике теория опционов применяется для того, чтобы помочь объяснить характерные

особенности таких финансовых инструментов, как варранты и конвертируемые ценные бумаги. Однако некоторые решения, принимаемые в сфере финансового менеджмента, могут быть лучше проанализированы и поняты именно в рамках теории опционов [2, 3, 6, с.64-67].

Необходимо отметить, что с нашей точки зрения из всех упомянутых новаций два направления – *теория портфеля* и *теория структуры капитала* – представляют собой ядро проблемы оптимизации управления финансами предприятия посредством использования финансовых инструментов, поскольку позволяют ответить на два принципиально важных вопроса: откуда взять и куда вложить финансовые ресурсы. Вероятно, не случайно 1958 год, когда была опубликована пионерная работа Модильяни и Миллера, рассматривается крупнейшими специалистами в области теории финансов Т.Е. Коуплэндом и Дж.Ф. Уэстоном как рубежный, начиная с которого от прикладной микроэкономики отпочковалось самостоятельное направление, известное ныне как *современная теория управления финансами*.

Применение финансовых инструментов для оптимизации управления финансами предприятия в условиях Республики Молдова носит весьма ограниченный характер. В частности, рассматриваются возможности применения производных финансовых инструментов для минимизации финансовых рисков и управления инвестиционными проектами, в то время как вопросам использования первичных финансовых инструментов для оптимизации финансового менеджмента не уделено должного внимания.

Рассмотрим, с учетом специфики Республики Молдова, наиболее важные из финансовых инструментов и проанализируем возможности их использования для совершенствования финансов предприятия в условиях Республики Молдова.

1) **Кредитный договор** представляет собой особый случай договора займа, когда кредитором выступает банк или иная кредитная организация. Особенности кредитного договора: (а) договор всегда заключается в письменной форме; в противном случае он считается ничтожным; (б) предметом договора могут быть только деньги; (в) обязательным элементом договора является условие о процентах за пользование телом кредита [3, с.130].

Данный финансовый инструмент является, с нашей точки зрения, одним из самых важных для применения при совершенствовании управления финансами предприятия, поскольку позволяет обеспечить дополнительный объем финансовых ресурсов, необходимых для расширения деятельности и внедрения новых инвестиционных проектов для повышения прибыльности экономического агента.

Одним из важнейших элементов данного договора является его сумма, от которой зависят дальнейшие выплаты по погашению кредита, включающие как тело самого кредита, так и проценты по нему. От оптимальности определения данной суммы во многом зависит дальнейшая доходность полученных заемных средств. В связи со всем вышесказанным, одной из задач данного исследования является разработка методики, позволяющей рассчитать оптимальное значение суммы кредита.

2) По договору **факторинга** одна сторона (финансовый агент) передает или обязуется передать другой стороне (клиенту) денежные средства в счет денежного требования клиента (кредитора) к третьему лицу (должнику), вытекающего из предоставления клиентом товаров, выполнения им работ или оказания услуг третьему лицу, а клиент уступает или обязуется уступить финансовому агенту это денежное требование. Речь идет о продаже дебиторской задолженности, при этом в сделке участвуют (прямо или косвенно) три стороны: (1) финансовый агент – организация, покупающая дебиторскую задолженность; (2) клиент, или кредитор, – организация, продающая долг; (3) должник – организация, обязанная погасить продаваемое право требования [3, с.130-131]. Оптимизация управления финансами при применении данного инструмент связана с возможностью немедленного получения денежных средств при продаже продукции или оказании услуг, независимо от того, представляется ли покупателю товара отсрочка платежа или коммерческий кредит, с целью дальнейшего их вовлечения в финансовый оборот предприятия.

3) **Договор финансовой или операционной аренды.** По договору лизинга арендодатель обязуется приобрести в собственность указанное арендатором имущество у определенного им продавца и предоставить арендатору это имущество за плату во временное владение и пользование. Договор должен быть заключен в письменном виде [3, с.131].

В условиях РМ, в зависимости от вида лизинга, балансодержателем лизингового имущества является арендатор. Таким образом, в результате сделки у лизингодателя появляется финансовый актив в виде долгосрочного финансового вложения, а у лизингополучателя — финансовое обязательство по выплате лизинговых платежей. Поскольку лизинговые договоры носят практически нерасторжимый характер (расторжение договора в принципе возможно, однако сопряжено с исключительно высокими финансовыми потерями), то исполнение договора всегда сопровождается денежным потоком, суммарно покрывающим затраты на приобретение имущества лизингодателем.

По формальным признакам и по существу этот договор вполне может быть квалифицирован как финансовый инструмент. С нашей точки зрения данный договор, в настоящее время, является одним из важнейших инструментов совершенствования управления финансами предприятий Республики Молдова. Поскольку нами исследованы предприятия винодельческой отрасли, которые в своем большинстве обладают избытком недвижимости (пустующими производственными площадями, не используемым парком машин и оборудования), необходимо предложить использование данного инструмента для получения дополнительных финансовых средств и сокращения расходов предприятий. Таким образом, необходима модель, позволяющая определить стоимость актива предприятия при условии его сдачи как в операционную, так и в финансовую аренду, которая сопоставляла бы сумму денежных средств, полученную в результате заключения договора аренды, и сумму продажи данного актива.

4) Оптимизация управления финансами предприятия посредством использования **акций** касается, в основном, их стоимости, которая зависит от числа выпущенных акций и реального накопления капитала: по итогам года суммируется номинальная стоимость акций, резервный капитал и нераспределенная прибыль; полученный в результате собственный капитал делится на число акций. Также существует возможность для владельца акции в любой момент реализовать ее, т.е. превратить в деньги. Такая возможность во многом определяется ликвидностью рынка ценных бумаг, на котором акции служат объектом купли-продажи. Чем лучше организован рынок, чем надежнее акции, тем выше ликвидность, т.е. скорость превращения акций в деньги без потерь. Акционерные общества развитых стран проводят эмиссию и размещение акций на первичном рынке преимущественно при помощи инвестиционных и коммерческих банков, банкирских домов и брокерских фирм. Оптимизация финансов предприятия посредством использования акций достигается в результате возможности привлечения при необходимости дополнительных финансовых ресурсов, стоимость которых регулируется собственниками предприятия. Помимо этого стоимость акций существенно влияет на стоимость самого предприятия.

5) **Депозитный договор** – это документ, удостоверяющий сумму вклада, внесенного в кредитную организацию, и права вкладчика на получение по истечении установленного срока вклада и обусловленных в договоре процентов в кредитной организации, выдавшей договор, или в любом ее филиале [8, с.59]. Применение данного финансового инструмента при оптимизации финансов предприятия ограничивается только возможностью эффективного размещения временно свободных финансовых ресурсов с целью повышения доходности экономического агента.

6) **Форвардные операции** (forward operation или сокращенно – fwd) – это сделки по обмену валют по заранее согласованному курсу, которые заключаются сегодня, но дата валютирования отложена на определенный срок в будущем. При этом валюта, сумма, обменный курс и дата платежа фиксируются в момент заключения сделки. Срок форвардных сделок колеблется от 3 дней до 5 лет, однако наиболее распространенными являются даты в 1, 3, 6 и 12 месяцев со дня заключения сделки. Форвардный контракт является *банковским контрактом*, поэтому он не стандартизирован и может быть подобран под конкретную операцию. Рынок форвардных сделок срочностью до 6 месяцев в основных валютах достаточно стабилен, на срок более 6 месяцев – неустойчив, при этом отдельные операции могут вызывать сильные колебания обменных курсов [7, с.68].

Оптимизация финансов предприятия посредством применения форвардного контракта ограничивается операциями хеджирования (страхования) валютных рисков, то есть попытками снизить риск изменения будущей цены или процентной ставки с помощью заключения форвардных контрактов, которые гарантируют будущий валютный курс. Хеджирование не увеличивает и не понижает ожидаемые доходы участника рынка, а лишь изменяет профиль риска. Принцип хеджирования состоит в

том, что движение курсов валютного рынка компенсируется равным и противоположным движением цены хеджевого инструмента.

7) **Фьючерсный контракт** (фьючерс) – это договор о фиксации условий покупки или продажи стандартного количества определенного товара в оговоренный срок в будущем, по цене, установленной сегодня. По фьючерсной сделке выступают две стороны – продавец и покупатель. Покупатель фьючерсного контракта принимает обязательство купить товар в оговоренный срок. Продавец фьючерсного контракта принимает обязательство продать товар в оговоренный срок [1, с.8-10].

Предприятия при оптимизации управления используют возможности фьючерсов для снижения риска по существующим позициям на рынке наличного товара. Их движущим мотивом является необходимость в определенности и надежности.

8) **Опцион** – это контракт между двумя сторонами, при котором одна сторона имеет право, но не обязательство что-либо сделать – обычно купить или продать один из базисных активов [4]. Опцион *колл* гарантирует лицу, его приобретшему, право, но не обязательство купить определенный базисный актив, тогда как опцион *пут* гарантирует его покупателю право продать некоторый базовый актив. Процентные кэпы и флоры – это многопериодные опционы, которые можно использовать для многопериодного хеджирования. Данные виды финансовых инструментов позволяют расширить и оптимизировать процесс управления финансами в области минимизирования финансового риска предприятия.

9) Задача финансовых инженеров в области построения **гибридных финансовых инструментов** заключается в создании инструментов с новой структурой, верной оценке их стоимости, для помощи эмитенту и инвестору при подготовке сделки [4]. Данный финансовый инструмент позволяет оптимизировать управление финансами посредством минимизации финансовых рисков в результате использования различных финансовых рынков и методов управления активами и пассивами предприятия.

Для последующего применения финансовых инструментов с целью оптимизации финансов винодельческих предприятий Республики Молдова необходимо осуществить финансовый анализ с целью оценки эффективности управления финансами и выявления направлений оптимизации финансов, а также разработать финансовую стратегию, которая конкретизировала бы выбор соответствующих финансовых инструментов.

Литература:

1. Введение во фьючерсные и опционные сделки. Методическое пособие. Закрытое Акционерное Общество «Санкт-Петербургская Валютная Биржа». Отдел Стандартных контрактов. - Санкт-Петербург, 2000.
2. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент / В.В. Ковалев. - Москва: Финансы и статистика, 2005. - 768 с.
3. Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика / В.В. Ковалев. - 2-е изд., перераб. и доп. - Москва: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2007. - 1024 с.
4. Маршалл Д., Бансал В. Финансовая инженерия: Учебник. - Москва: Инфра-М, 1998, с.512.
5. Никонов О.И., Луценко А.В. Синтезированные финансовые инструменты как средство повышения эффективности управления капиталом // Вестник УГТУ-УПИ. Серия Экономика и управление, 2002, №2, с.95-111.
6. Павлова Л.Н. Финансовый менеджмент: Учебник для вузов / Л.Н. Павлова. - 2-е изд., перераб. и доп. - Москва: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. - 269 с.
7. Щеголева Н.Г. Валютный рынок и валютные операции / Московская финансово-промышленная академия. - Москва, 2005, с.68-81.
8. Янукян М.Г. Практикум по рынку ценных бумаг. - СПб.: Питер, 2006. - 192 с.

Prezentat la 01.11.2011