

Сенько А.Н.

Оглавление

1.	ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ В ИНВЕСТИЦИОННОМ ПРОЦЕССЕ ПРЕДПРИЯТИЙ	1
1.1.	ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ СРЕДА.....	1
1.2.	ОЦЕНКА ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ В ИНВЕСТИРОВАНИИ	6
1.3.	УПРАВЛЕНИЕ СВОБОДНЫМИ ДЕНЕЖНЫМИ СРЕДСТВАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ.....	17
1.3.1.	Выбор объекта инвестирования для долгосрочного вложения средств.	19
1.3.2.	Выбор способа размещения «коротких» денег	25
	СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.....	28

1. ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ В ИНВЕСТИЦИОННОМ ПРОЦЕССЕ ПРЕДПРИЯТИЙ

1.1. ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ СРЕДА

В основе задач, решаемых финансовой системой страны, лежат требования Программы социально-экономического развития и условия реализации государственной инвестиционной политики. В этом контексте инвестиционная деятельность предприятия подчинена целям его долгосрочного развития. Денежные потоки на микроэкономическом уровне формируются в результате деятельности хозяйствующих субъектов, осуществление которой обеспечивается производственными, инвестиционными и финансовыми процессами. Эти процессы отражают функциональные характеристики коммерческих структур и исследуются на основе системного подхода к их развитию. Система целей долгосрочного развития предприятия формализуется в виде инвестиционной стратегии. В частности, под инвестиционной стратегией понимается система решений и

намеченных на долгосрочный период направлений инвестирования. Инвестиционная стратегия выражает инвестиционные ожидания предприятия, которые формулируются в виде количественных целей развития. Инвестиционное проектирование по отношению к инвестиционной стратегии носит подчиненный характер. Инвестиционная стратегия определяет цели проектирования и ориентирует выбор объектов инвестирования. Реалистичность результатов проектирования определяется по ситуационной оценке инвестиционной среды, включая состояние инвестиционного рынка.

Зная инвестиционные ожидания предприятия, формируются приоритеты проектирования. Инвестиционные ожидания могут фокусироваться в двух плоскостях:

1. В количественных показателях производственной и коммерческой деятельности (например, рост объема продаж, рост рентабельности оборота и др.),
2. В показателях диверсификации источников получения прибыли (например, создание мощностей в новых для предприятия областях деятельности).

Обобщенно и систематизированно выраженные инвестиционные ожидания в виде приоритетов инвестирования отражаются в *инвестиционной политике предприятия*. Инвестиционная политика, в свою очередь, определяет приоритеты инвестиционного проектирования. Иначе говоря, установленный на основе конкретизации инвестиционных ожиданий приоритет для инвестиционного проектирования позволяет конкретизировать его исходные параметры. Например, если поставлена цель увеличить объем продаж продукции на какую-то определенную величину, то исходным пунктом для проектировщиков являются характеристики действующих бизнес-линий, или производства видов продукции, рынки сбыта этой продукции, жизненный цикл продукции и т.д. В финансовом плане данный приоритет в проекте ориентирует на предпочтение внутренних источников финансирования. Это

объясняется тем, что для обеспечения финансовой независимости предприятия требуется минимизировать риски по утрате контроля над действующим производством. Иначе строится подход к проектированию, если стоит задача диверсифицировать источники получения прибыли. В этом случае предполагается присоединение новых бизнес-линий, консолидация новых активов и инвестиций. При проектировании же исходным пунктом является оценка соотношения риска и доходности вложений в новые виды деятельности, возможности страхования рисков, надежности источников финансирования и т.д. Как показывает практика, в структуре финансирования таких проектов предпочтение отдается внешним источникам. А это, в свою очередь, что требует тщательного планирования и консолидации денежных потоков во взаимосвязи с действующим производством, согласования инвестиционных ожиданий внешних участников проекта, документированию всех решений и расчетов. Кроме целей, заданных инвестиционной стратегией, инвестиционное проектирование учитывает ситуацию инвестиционной среды. Суть в том, что инвестиционная среда способна оказать прямое влияние на сроки и результаты инвестирования. Это влияние выражается через факторы внешней среды, которые определяются при взаимодействии с конкретными субъектами инвестиционного процесса. Инвестиционная среда представлена совокупностью институтов и условий юридического, финансово-экономического характера, которые определяют правовое и организационное поле реализации инвестиций. Влияние инвестиционной среды в проектировочном процессе учитывается при определении перспективного объекта инвестирования, схем источников финансирования проекта, включая страхование рисков, каналов ресурсного обеспечения реализации проекта, формирования состава участников проекта. Ассоциировано инвестиционная среда представлена в виде инвестиционного рынка (горизонтальный сегмент среды) и институциональными субъектами управления экономическими процессами в национальной экономике (вертикальный сегмент).

В рыночной экономике инвестиционный процесс реализуется посредством инвестиционного рынка. В наиболее общем виде он рассматривается как система экономических отношений, связанных с рыночным обращением инвестиций. Эти отношения представлены в виде формы взаимодействия субъектов инвестиционной деятельности, персонифицирующих инвестиционный спрос и инвестиционное предложение. Посредством инвестиционного рынка осуществляется кругооборот инвестиций, преобразование инвестиционных ресурсов (инвестиционный спрос) во вложения, которые определяют будущий прирост капитальной стоимости (реализованный инвестиционный спрос и предложение). Под *конъюнктурой инвестиционного рынка* понимают совокупность факторов, определяющих сложившееся соотношение спроса, предложения, уровня цен, конкуренции и объемов реализации на инвестиционном рынке.

Различают *потенциальный и реальный* инвестиционный спрос на инвестиционный капитал. Потенциальный инвестиционный спрос отражает величину аккумулированного экономическими субъектами дохода, который может быть направлен на инвестирование. Он равен потенциальному инвестиционному капиталу.

Реальный инвестиционный спрос характеризует действительную потребность хозяйствующих субъектов в инвестировании и соответствует величине инвестиционных ресурсов, которые непосредственно предназначены для целей инвестирования. Инвестиционное предложение формируется совокупностью объектов инвестирования во всех его формах: вновь создаваемые и реконструируемые основные фонды, оборотные средства, научно-техническая продукция, имущественные и интеллектуальные права, нематериальные активы и т.д.

Рынок инвестиционных товаров предполагает процесс обмена объектов инвестиционной деятельности. На этом рынке инвестиционный спрос представляют инвесторы, выступающие как покупатели инвестиционных товаров, а инвестиционное предложение - производители инвестиционных

товаров или другие участники инвестиционной деятельности. Они являются продавцами объектов вложений для инвесторов. Кроме того, в состав инвестиционного рынка включаются *инфраструктурные элементы*. Они представлены субъектами, осуществляющими посредническую деятельность по удовлетворению инвестиционного спроса. Например, финансовые агенты или брокеры, фондовые биржи, финансовые консультанты и т.п. В практике инвестиционной деятельности влияние инвестиционной среды устанавливается в виде параметров, изменения которых, с определенной периодичностью, учитываются в уточняющих расчетах. Например, применительно к обособленному инвестиционному проекту, они сводятся в систему ограничений реализации проекта. В каждом конкретном случае выбор контролируемых параметров инвестиционной среды определяется спецификой инвестиций. Но для того, чтобы система менеджмента располагала исходной информацией об инвестиционной среде, международной практикой выработан минимальный набор оценок, которые должен получить проектировщик об инвестиционной среде. В частности, это:

- перечень ключевых элементов инвестиционной среды (он составляется по субъектам, которые могут быть непосредственно заинтересованы в проекте и которые потенциально могут противодействовать его выполнению);
- оценка силы влияния ключевых элементов среды. Она ведется по изучению динамики поведения элемента;
- характеристики движения инвестиций, сходных по характеристикам с проектируемыми;
- оценка приоритетов государственной инвестиционной политики;
- оценка налогового окружения;
- оценка основных денежно-кредитных регуляторов;
- оценка конъюнктурных характеристик инвестиционного рынка;
- оценка степени неопределенности среды, т.е. полноты и надежности информации о факторах прямого и косвенного воздействия на инвестиционные процессы. В частности, к факторам прямого воздействия

относят: требования инвестиционного законодательства, экономическая политика государства, состояние финансового и ресурсного рынков, инвестиционные стратегии предприятий-конкурентов. К факторам косвенного воздействия относят: скорость получения и распространения новых технологий (т.е. фактор инновационного развития), состояние экономики (макроэкономический фактор), социально-культурный уровень и стандарты качества жизни на территории предполагаемой для реализации инвестиций (социально-экологический фактор).

Кроме того, для получения наиболее полной информации об инвестиционной среде рекомендуется ее разделить по функциональным областям, которым также нужно дать оценку. Например, могут быть выделены следующие области: социальная среда, правовая среда, государственная или политическая среда, технологическая среда, финансовая среда.

В том случае, если речь идет о трансграничных инвестициях (т.е. иностранных и зарубежных), то требуется комплексная оценка рискованности инвестирования в страну. Для этой оценки используются обобщающие индикаторы состояния инвестиционной среды в макроэкономическом масштабе. Они представлены в категориях инвестиционного климата и странового рейтинга.

1.2. ОЦЕНКА ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ В ИНВЕСТИРОВАНИИ

В мировой практике системное поведение предприятий как коммерческих организаций, предпринимательская деятельность которых направлена на извлечение прибыли, определяется на основе множества взаимосвязанных потоков. В их числе денежные потоки носят основополагающий характер, поскольку другие потоки (материальные и нематериальные) опосредованы рыночными отношениями и имеют стоимостную оценку. В частности, известный исследователь в области моделирования потоков предприятий Дж. Форрестер [(Форрестер, 1971)] выделяет пять основных потоков,

возникновение которых поддерживается и сопровождается денежными потоками:

- информационный поток;
- поток заказов;
- поток товаров;
- поток рабочей силы;
- поток материально-технических ресурсов.

Эти потоки являются самостоятельными объектами управления, что во многом объясняет логику обоснования управленческих решений в области хозяйствования предприятия путем оценки соответствующих изменений денежных потоков и их влияния на финансовые результаты. Понимание данной логики способствует тому, что исследование денежных потоков на различных иерархических уровнях управления национальной экономики предполагает «восходящий» принцип их описания и структурирования (т.е. «снизу-вверх», от нижнего уровня финансовой системы - к высшему). Значимость денежных потоков как объектов финансового управления в экономической системе предприятия, отражаемая в научных разработках, позволила сформировать перспективное направление научного поиска эффективных инструментов их анализа, планирования, организации, контроля и регулирования. К настоящему времени сложился необходимый для решения исследовательских задач соответствующий понятийный аппарат. Ключевым элементом в данном аппарате служит определение денежных потоков как непрерывных в пределах некоторого периода времени денежных платежей и поступлений. С системной позиции денежный поток рассматривается как целостность, в которой выделяются взаимосвязанные и взаимообусловленные элементы. В частности, выделен совокупный (валовой) денежный поток, который представлен всеми поступлениями или всеми израсходованными денежными средствами, осуществленными в течение некоторого периода времени. Элементами денежного потока являются: приток (поступления денежных средств), отток

(платежи денежных средств), сальдо потока («чистый» денежный поток). В практической деятельности особое внимание уделяется «чистому» денежному потоку, поскольку его величина служит основой для оперативного принятия корректирующих финансовые процессы предприятия управленческие решения. «Чистый» поток рассчитывается как разность между всеми выплаченными и полученными предприятием денежными средствами за анализируемый период времени. Рассматривая категорию денежного потока и его структурные составляющие, важно разграничить понятия денежных поступлений и величины полученного финансового результата – прибыли. Это связано с различием их экономической природы. Во-первых, время (период) расчета прибыли не совпадает с реальным поступлением денежных средств. Во-вторых, прибыль признается после совершения всей хозяйственной операции, а не только после поступления денежных средств (например, отгрузка для реализации продукции и ее оплата покупателем). В-третьих, при расчете прибыли расходы по совершению операции признаются после ее реализации, а не в момент оплаты. В-четвертых, денежный поток в общем случае отражает движение денежных средств, которые не учитываются при расчете прибыли – долговые выплаты, авансовые платежи, выплаты по финансированию инвестиционного проекта.

Изучение закономерностей формирования денежных потоков предприятия, принципы их организации и планирования в инвестиционном процессе, позволило выработать следующий методический подход к их оценке.

Подход реализуется как итерационный процесс, построенный по принципу увеличения степени концентрированности и упорядочения информации относительно свойств денежных потоков в инвестировании. Логически данный подход представлен в виде пирамидальной схемы, отражающей этапы его реализации и информационную концентрацию на верхнем уровне пирамиды (рисунок).

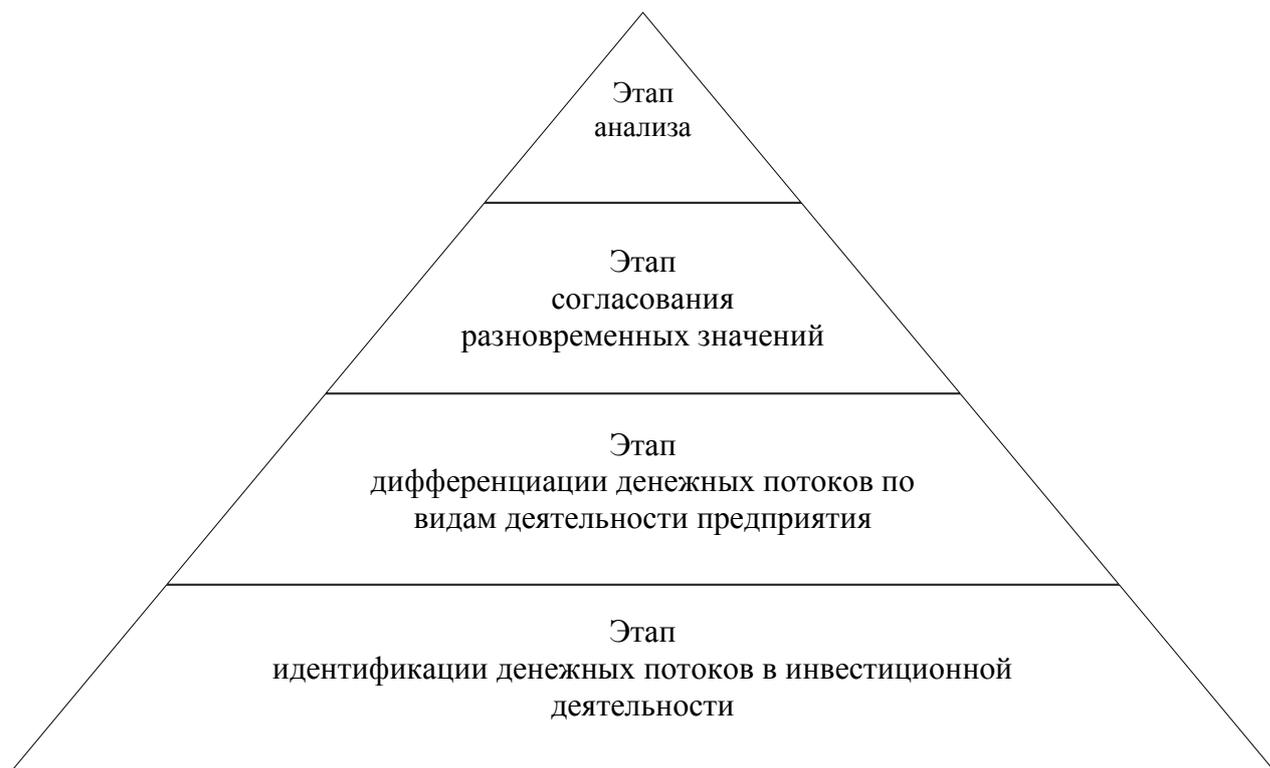


Рисунок 1. - Схема реализации методического подхода к оценке денежных потоков в инвестировании

Этап идентификации денежных потоков в инвестиционной деятельности. Проведение идентификации (описание особенностей) денежного потока совокупности инвестиционных проектов и анализ их структуры (вертикальный, структурный анализ).

На данном этапе для решения поставленных задач проводится декомпозиция денежного потока, связанного с инвестиционной деятельностью, путем выделения выходных оттоков, входных притоков и их составляющих. В процессе декомпозиции требуется установить источники и потребителей потока и определить особенности возможного распределения сего оставляющих во времени. Основными информационными документами для описания денежных потоков являются:

- Отчет о движении денежных средств.
- Бизнес-план инвестиционного проекта

- Маркетинговый план
- Аналитические данные о рынках закупок и сбыта продукции и т.п.

Особенность этапа идентификации денежных потоков в инвестиционной деятельности состоит в том, что его прохождение связано с определенными сложностями в получении достоверных данных о потоке денежных средств. Это объясняется тем, что, во-первых, в стандартах бухгалтерского учета и отчетности не предусмотрена их целевая систематизация и обобщение. Во-вторых, процесс инвестирования во многом является стохастическим процессом с высокой степенью информационной неопределенности. Иначе говоря, инвестиционная среда характеризуется сложностью, высокой скоростью изменений и наличием большого числа латентных факторов риска, которые практически невозможно точно определить, оценить и учесть при планировании денежных потоков.

Как показало исследование, составление динамического ряда оттока и притока денежных средств осуществляется чаще всего индивидуально в каждом случае. Для идентификации денежного потока целесообразно использовать классификацию его видов. Для ее формирования предлагается использовать следующую укрупненную классификацию, разработанную на основе обобщения наиболее характерных для инвестиционной деятельности типов денежных потоков (Таблица 1):

Таблица 1. - Типы денежных потоков и их характеристика

Признак классификации	Тип потока	Характеристика
По равномерности протекания	Релевантный	Поток, в котором часть потока со знаком «минус» меняется на часть со знаком «плюс» единовременно
	Нерелевантный	Поток с чередованием платежей и поступлений через произвольные промежутки времени
	Аннуитет (равномерный поток)	Поток с разовыми начальными отчислениями и получение в последующем примерно равных по величине денежных

		поступлений через равные промежутки времени.
	Неравномерный	Поток с платежами, не равными и по величине, и по времени. Эти потоки неравномерно меняются
По динамике изменений	Приростной	Поток с разовыми начальными отчислениями и последующими равномерно возрастающими поступлениями, которые увеличиваются с постоянным темпом.
	Снижающийся	Поток с разовыми начальными отчислениями и последующими равномерно уменьшающимися поступлениями, которые снижаются с постоянным темпом.
По интенсивности поступлений и платежей	«Аккумуляторного» типа	Поток с рядом последовательных отчислений и однократным последующим поступлением денежных средств
	«Спекулятивного» типа	Поток с разовыми отчислениями и разовыми поступлениями, время которых четко не фиксируется
По устойчивости во времени	Регулярный	Поток, при котором поступления и платежи денежных средств по отдельным хозяйственным операциям осуществляются регулярно
	Дискретный (эпизодический)	Поток, связанный с осуществлением единичных (разовых) хозяйственных операций

Релевантные денежные потоки встречаются при реализации относительно простых, стандартных инвестиционных проектов, для которых характерен постоянный доход и последовательность с первоначальным оттоком денежных средств, затем последующим длительным их притоком.

Аннуитет основан на допущении, что финансовые результаты деятельности или какой-либо конкретной хозяйственной операции сохраняются неизменными на протяжении длительного периода времени. Аннуитет

характерен, например, при сдаче объектов в аренду, если предусмотрено в договоре аренды условие сохранения арендной платы.

Особенностью *равномерного потока*, учитываемой при его оценке, является то, что для дисконтирования его величин или расчета суммы приращения (например, при начислении процентов) используются не коэффициенты дисконтирования (коэффициент приведения) или сложные проценты, а функции и функциональные зависимости. Иначе говоря, они требуют применения аппарата интегрирования функций.

Приростной поток имеет сложную структуру с аннуитетом. Отличается тем, что объем поступлений постоянно увеличивается на протяжении расчетного периода.

Снижающийся поток в соответствии с его структурой и характеристиками рассматривается как разновидность приростного потока, с той разницей, что приростной поток имеет положительную динамику, а снижающийся – отрицательную.

Поток «аккумуляторного» типа основан на способности проекта к аккумулярованию денежных средств на протяжении длительного периода времени для последующего однократного получения дохода. Например, подобный поток характерен для строительства объекта недвижимости и последующей его реализаций или пополняющегося накопительного вклада с однократно выплачиваемого по нему доходом.

Поток «спекулятивного» типа основан на операции «приход-расход» денежных средств. Он отличается непродолжительностью и относительной простотой. По признаку периодичности возникновения данный поток может быть единичным и повторяющимся (возобновляемым). Если в возобновляемом потоке имеет место регулярное реинвестирование дохода, полученного от предыдущей операции, для инвестирования в последующую, то такой поток приобретает характер приростного.

Этап согласования разновременных значений денежного потока.

Необходимость в согласовании вызвана тем, что фактор времени изменяет стоимостные характеристики денежного потока неравномерно. В разные периоды времени складывается своя уникальная комбинация факторов, определяющих ту или иную величину платежей или поступлений от инвестиционной деятельности. Если учесть, что период инвестирования, как правило, является длительным, то будущая оценка денежного потока может иметь лишь вероятностный характер. Кроме того, собственно стоимость денег с течением времени изменяется (уменьшается). Например, доход, полученный в начале периода реализации инвестиционного проекта, не равноценен равному по величине доходу в конце данного периода.

Для сопоставления разновременных величин в инвестиционном анализе и проектировании широко используется механизм дисконтирования, который позволяет значения денежного потока, распределенные во времени, приводить к некоторому моменту, называемому момент «приведения». Часто момент приведения связывается с началом осуществления платежей или каким-либо наиболее значимым этапом инвестиционного процесса либо с жизненным циклом инвестиционного проекта. Однако это не обязательное условие. В качестве момента приведения может быть выбран любой период, по отношению к которому требуется оценить денежный поток. Прохождение данного этапа позволяет упорядочить информационную базу по определению свойств денежного потока по принципу сопоставимости разновременных затрат и результатов, а также подготовить ее для проведения формализованных процедур оценки качественных составляющих потока.

Этап дифференциации денежных потоков по видам деятельности предприятия.

Денежные потоки в экономической системе предприятия не являются изолированными и обособленными в соответствии с видами деятельности, поддерживающими его функционирование. При этом предполагается, что

виды деятельности, определяемые по отношению к возникновению и направлению денежного потока, не совпадают с понятием «экономический вид деятельности».

Дифференциация видов деятельности используется для отражения взаимосвязей элементов денежного потока. Она основана на мировой практике разделения областей движения денежных средств и определена следующим образом:

- производственная (основная, операционная);
- инвестиционная;
- финансовая.

Предполагается, что производственная деятельность обеспечивает поступление и использование денежных средств, направленных на выполнение основных производственно-коммерческих функций (например, реализации продукции).

Инвестиционная деятельность основана на поступлении и использовании денежных средств на цели инвестирования (например, реализация инвестиционного проекта).

Финансовая деятельность сопровождается движением денежных средств, обусловленных проведением финансовых операций (кредитов, эмиссией и реализацией ценных бумаг и т.п.).

Информационно-методическая основа оценки взаимосвязанных денежных потоков в экономической системе предприятия представлена следующим образом (Таблица 2).

Таблица 2. - Организация и содержание оттоков и притоков денежных средств в разрезе видов деятельности предприятия

Приток	Отток
Производственная (основная, операционная) деятельность	
Выручка от реализации продукции (работ, услуг)	Платежи по счетам поставщикам и подрядчикам
Авансовые платежи потребителей и прочие поступления от дебиторов	Платежи, связанные с основной деятельностью (выплата заработной платы, арендные платежи и т.п.)
Прочие поступления, связанные с основной	Платежи и отчисления в бюджет и

деятельностью, включая поступления от сдачи в аренду	специализированные фонды
Инвестиционная деятельность	
Выручка от реализации имущества (основных фондов, нематериальных активов)	Платежи по счетам за приобретаемое имущество
Поступления от инвестиций любых видов	Платежи, связанные с финансированием инвестиционных проектов и инвестиционной деятельности
Финансовая деятельность	
Полученные кредиты и займы	Платежи по долговым обязательствам
Поступления от прочих видов деятельности (от реализации ценных бумаг, других финансовых активов, дивидендов и др.)	Платежи по приобретению финансовых активов
Поступления, обусловленные целевым финансированием любых видов деятельности, в том числе из бюджетных источников	Прочие платежи, связанные с финансовой деятельностью (по выкупу акций предприятия у акционеров, дивидендов держателям ценных бумаг и т.п.).

Все виды деятельности (производственная, инвестиционная, финансовая) связаны между собой и в совокупности обеспечивают непрерывное движение денежных потоков. Денежный поток, создаваемый производственной деятельностью, может последовательно или одновременно поступать в сферы инвестиционной и финансовой деятельности. Так, например, основными источниками денежных средств для финансирования инвестиционной деятельности являются поступления от производственной деятельности (амортизационные отчисления, нераспределенная прибыль) и финансовой деятельности (кредиты на цели инвестирования, займы). Исследование показало, что направленность денежного потока по последовательности «производственная – инвестиционная - финансовая сфера» характерна для предприятий с устойчивым финансовым положением и отдающим предпочтение проектам по реализации реальных инвестиций. И наоборот, если финансовое положение предприятия не устойчиво, то часто исходное движение денежного потока возникает в финансовой сфере.

Взаимосвязь денежных потоков различных видов деятельности может быть использована в инвестиционном проектировании в целях поддержания их

сбалансированности. Например, если в инвестиционном проекте выдвигается требование обеспечить их равномерность и синхронность формирования по источникам возникновения и видам деятельности. Для решения этой задачи целесообразно использовать прием графического сопоставления динамики отдельных элементов денежного потока [(Р., 2006)].

Для оценки основных качественных характеристик денежного потока - степени равномерности и синхронности - рассчитываются статистические показатели: среднеквадратического отклонения, коэффициента вариации и коэффициента корреляции. Степень синхронности денежных потоков за анализируемый период оценивается на основе коэффициент корреляции: чем ближе его значение к единице, тем выше степень синхронности потоков. С помощью показателей среднеквадратического отклонения и коэффициента вариации оценивается степень равномерности протекания денежного потока. Итогом этапа дифференциации денежных потоков по видам деятельности предприятия является информационный блок об источниках и финансовых результатах инвестирования, что позволяет организовать эффективное управление ростом предприятия [(Дынин, 2002)].

Этап анализа структуры денежного потока.

На этом этапе оценивается будущее финансовое положение предприятия при складывающейся структуре денежных потоков. Анализ начинается с динамики притока, оттока и «чистого потока» в разрезе отдельных источников их формирования (горизонтальный анализ); определяются темпы изменения (роста, прироста, снижения) и складывающиеся тенденции отдельных составляющих денежного потока (рассчитанные темпы изменений) необходимо сравнить с соответствующими темпами изменений активов предприятия и объемов продаж. Так, если темпы роста «чистого» денежного потока выше темпов роста объемов продаж, а они, в свою очередь выше, чем темпы роста активов, то это свидетельствует о повышении финансовой устойчивости предприятия.

На данном этапе также проводится динамический анализ денежного потока на основе определения дисконтированного накопленного (кумулятивного) денежного потока, в котором выделяются следующие параметры:

- накопленный отток;
- накопленный приток;
- накопленное сальдо или чистый кумулятивный отток (определяемый как разность между накопленным оттоком и накопленным притоком).

Расчет накопленных оттоков и потоков осуществляется через суммирование их величин нарастающим итогом с начала периода (или момента инвестирования).

При инвестировании результатом анализа является определение динамического срока окупаемости проекта, соответствующий периоду, при котором накопленный (кумулятивный) «чистый» поток денежных средств изменяется с отрицательного на положительное значение.

1.3. УПРАВЛЕНИЕ СВОБОДНЫМИ ДЕНЕЖНЫМИ СРЕДСТВАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ.

Образование так называемого свободного остатка денежных средств является результатом рациональной организации денежного потока между видами деятельности предприятия и способствует повышению его финансовой устойчивости. Благодаря рациональному управлению денежным потоком появляется возможность сохранять и накапливать свободный остаток денежных средств. В свою очередь, это служит предпосылкой для создания финансовой основы его развития, определяет стратегический финансовый успех и обеспечивает накопление инвестиционного потенциала как фактора роста рыночной стоимости. Свободный остаток денежных средств в финансовом планировании определяется показателем «денежной наличности» или «чистого потока», понимается как разность между всеми выплаченными денежными средствами предприятия (выходными,

отрицательными потоками) и полученными им (входными, положительными потоками) за определенный период времени.

В системе рационального управления денежными средствами предприятия их свободные остатки разделяются на два типа:

- временно образуемый свободный остаток денежных средств, который обозначается как «короткие деньги»;
- аккумулируемый свободный остаток денежных средств (накопленное сальдо или чистый кумулятивный поток, определяемый как разность между накопленным оттоком и накопленным притоком средств) для целей долгосрочного инвестирования. Он образуется как высвобождаемый «излишек» денежных средств, превышающий потребности финансирования текущей деятельности предприятия (рисунок 2).



Рисунок 2. Укрупненная схема формирования свободного остатка денежных средств предприятия

Проведенный анализ закономерностей движения денежных средств в условиях целенаправленного управления денежными потоками позволил

выделить следующие основные критерии выбора объекта размещения свободных денежных средств:

- гарантированность возврата вложенных средств в установленный срок;
- максимальное извлечение выгоды от вложений.

Иначе говоря, размещая «короткие деньги», предприятие должно быть уверено в том, что к планируемому сроку оно, во-первых, будет располагать требуемой суммой, а, во-вторых, получит определенный доход от своих вложений.

Решая проблему сохранения и накопления собственных денежных средств, по-сути, предприятие решает для себя две основные задачи:

- выбора объекта инвестирования для долгосрочного вложения средств;
- выбора способов размещения «коротких денег».

1.3.1. Выбор объекта инвестирования для долгосрочного вложения средств.

Для решения задачи выбора объекта для долгосрочного вложения средств используется широкий спектр критериев, и не только экономических. В их числе, например, социальные, рыночные, экологические и т.п. Это связано с тем, что предприятие ориентируется на цели, которые определены его стратегией развития, предусматривающей возможность получения множества эффектов от инвестирования. Иначе говоря, цели инвестирования в некоторых случаях могут быть продиктованы не только финансовыми интересами предприятия (увеличение источников получения прибыли, величины прибыли), а интересами материальными (увеличение имущества предприятия, рост рыночной стоимости предприятия) и интересами безопасности (укрепления рыночных позиций, приобретения конкурентных преимуществ). Например, реализация материального интереса предполагает выбор таких объектов, которые обеспечивают расширение производства,

рост производственной мощности, обновление технической базы производства и т.д.

Результатом осуществления инвестиций в подобные объекты является прирост имущества предприятия и увеличение его активов. Однако подобный выбор обоснован только в том случае, если производственные мощности используются «на пределе», то есть коэффициент их использования приближается к 100%, а спрос на продукцию предприятия растет. Еще одним вариантом подобного выбора может быть случай, когда собственник предприятия предполагает продажу предприятия как целостного имущественного комплекса и стремится извлечь из этого выгоду. Иначе говоря, вариантная база для принятия инвестиционных решений и планирования в соответствии с ними денежных потоков формируется исходя из результатов анализа стратегических альтернатив. Анализ стратегических альтернатив предлагается проводить с учетом внутреннего экономического потенциала предприятия и тенденций развития сферы его деятельности, т.е. отрасли, в которой функционирует предприятие, по следующему алгоритму:

Выявляются характеристики роста предприятия и устанавливается возможный тип развития. Например, это может быть:

- ограниченный рост или интенсивное развитие за счет собственных ресурсов,
- присоединение других предприятий, связанных по кооперационным производственным каналам, т.е. интегрированное развитие или расширение экономического пространства. Оно может быть вертикальным и горизонтальным.
- диверсификация, предполагающая выход в другие сферы деятельности.

2. В зависимости от выявленного типа развития, определяется направление стратегического инвестирования и обосновывается перспективный объект инвестирования.

В экономической практике получили распространение матричные методы анализа стратегических альтернатив. В частности, это:

- Матрица Ансоффа,
- модифицированная матрица Бостонской консультационной группы (БКГ),
- матрица направленного развития,

Также используется SWOT- анализ, который позволяет выявить проблемы, решение которых относится к числу приоритетов инвестирования.

Матрица Ансоффа как метод анализа стратегической альтернативы позволяет определить целесообразность дальнейшего расширения действующего производства и освоения новых товарных рынков для уже освоенной или существующей продукции.

Таблица 3. Матрица Ансоффа для определения объекта инвестирования

	Продукты	Существующие	Новые
Рынки			
Существующие		Проникновение на рынок	Развитие продукта
Новые		Развитие рынка	Диверсификация

По этой матрице составляются следующие альтернативы:

1. Если не менять бизнес-линию и товарный рынок, то развитие будет определять стратегия «Проникновение на рынок». Объектом инвестирования по этой стратегии будет сегмент существующего рынка. А именно, увеличение доли существующего рынка (инвестиции в рекламу, акции и т.п.).

При дополнении линии продуктов альтернативой будет «Развитие продукта». Объектом инвестирования принимается модифицированный или усовершенствованный продукт (продуктовая инновация, новая марка продукта и т.д., все то, что способствует развитию продукта).

2. Если предполагается развитие рынка, то в качестве объекта инвестирования будет товаропроводящая сеть, которая обеспечит выход на новые товарные рынки.

3. Стратегия диверсификации производства, по которой предусматривается и смена продукта и смена рынка, потребует инвестирования как в продуктовые, так и в процессорные инновации.

Модифицированная матрица Бостонской консультационной группы (БКГ) связывает степень будущего роста предприятия с эффектом от принятой менеджментом формы организации производства при различных стадиях жизненного цикла продукта (внедрение, рост, зрелость, спад).

Таблица 4. Модифицированная матрица БКГ для выбора объекта инвестирования

Уровень эффекта от формы организации производства	Высокий	Низкий
	Степень возможного роста	
Сильная (рост, зрелость)	Специализация производства	Фрагментарная деятельность
Слабая (внедрение, спад)	Концентрация производства	Свертывание производства (бесперспективная деятельность)

1. *Стратегия специализации.* Предполагает, что развитие предприятия будет построено на выпуске продукции ограниченной номенклатуры (монопроизводство). Объект инвестирования – стандартизация продукции (приводит к сужению номенклатуры), инвестирование в дизайнерские проекты и т.п.
2. *Стратегия концентрации производства* предполагает увеличение производственной мощности предприятия. Объект инвестирования – новые основные фонды, создаваемые или приобретаемые, или модернизируемые.
3. *Стратегия фрагментарной деятельности.* Она возможна в двух случаях:
 - если предприятие только начинает производство потенциально перспективной продукции,

- когда предприятие работает под заказ, т.е. организовано мелкосерийное или индивидуальное производство.

Тогда объектом инвестирования в первом случае будут инновационные разработки, во втором случае – инженерные разработки, связанные с выпуском нестандартного или уникального оборудования. Они могут быть совмещены с разработкой принципиально новых изделий.

4. *Свертывание производства* также возможно в двух случаях:

– когда спрос на продукцию падает, и собственники предприятия принимают решение о закрытии производства. Тогда объектом инвестирования будет маркетинговый комплекс по подготовке предприятия к ликвидации и продаже, включая поиск покупателя,

– закрытие одного производства и открытие на его месте нового производства (перепрофилирование), т.е. замещение одного другим. В этом случае объектом инвестирования будет реконструкция производства, либо обновление технической базы, либо реструктуризация предприятия.

Матрица направленного развития составляется в том случае, если предприятие свое развитие связывает с расширением сферы деятельности. В матрице сопряжены 2 вида направленного развития как способы роста и уровень новизны областей деятельности.

Таблица 5. Матрица направленного развития для определения объекта инвестирования

	Способы роста	Диверсификация	Интеграция
Область деятельности			
Новые области		Чистая диверсификация	Вертикальная интеграция
Схожие области		Концентрическая диверсификация	Горизонтальная интеграция

1. Стратегия «Чистая диверсификация» предполагает выход в принципиально новые для предприятия области деятельности, но для этого предприятие должно отказаться от своей прежней

деятельности. Объект инвестирования в этой стратегии будет тот, который обеспечит переход в новую сферу деятельности (например, покупка предприятия другой отраслевой принадлежности и перевод активов с прежнего, ликвидация старого предприятия).

2. Стратегия концентрической диверсификации предполагает, что предприятие остается в прежней сфере деятельности, но для развития дополнительно приобретает функционально способный объект в новой сфере. Данный объект и будет объектом инвестирования.
3. Вертикальная интеграция. В этой стратегии рост предприятия связан с установлением контроля по кооперационной цепи с поставщиками или с предприятиями-смежниками. Их коммуникация построена по принципу стадийности производственной цепи. Контроль этой цепи в основном устанавливается с помощью приобретения контрольных пакетов акций или активов, достаточных для принятия ключевых решений. Соответственно объектом инвестирования будут эти активы и акции.
4. Горизонтальная интеграция. В этой стратегии рост предприятия связан с политикой поглощения конкурентов и установление контроля над рынком. В этой стратегии объектом инвестирования будет комплекс юридических, экономических и организационных разработок, которые обеспечат поглощение конкурирующего предприятия, включая покупку активов.

В ситуациях же, когда спрос на продукцию предприятия неустойчив, производственные мощности не загружены, имеется излишнее и не используемое в производстве оборудование, то инвестировать средства в объекты, которые могут быть введены в действие в будущем, безусловно, не целесообразно. Равно как и реализовывать финансовый интерес, который ведет к увеличению массы прибыли, но и увеличит аккумулируемые

свободные средства, требующие сохранения, а, значит, и рационального их размещения.

Поэтому, решая проблему размещения свободных средств, в этом случае предприятия отдают предпочтение объектам, которые позволяют обеспечить интересы его безопасности:

- приобретение и создание инновационных продуктов, способствующих формированию конкурентных преимуществ;
- проведение политики «установления рыночной власти» («поглощение» предприятий-конкурентов, конгломератное «слияние» предприятий);
- создание структур сетевого типа либо участие в них («вхождение» в объединение, финансово-промышленные группы и различного рода альянсы);
- создание различных систем защиты информации, ресурсов и т.п.

1.3.2. Выбор способа размещения «коротких» денег

Для решения задачи рационального и эффективного размещения «коротких» денег предпочтительны такие способы вложения, которые характеризуются минимальным уровнем риска (безопасности) и гарантированным доходом. Этим требованиям в наибольшей мере отвечают вложения в финансовые активы, которые называются «финансовыми инвестициями» или «финансовыми портфелями» (если вложения осуществляются в несколько видов финансовых активов).

Финансовые портфели, сгруппированные по общим признакам, позволяют предприятию выработать системную основу для управления свободными денежными средствами. В частности, можно выделить следующие типы финансовых портфелей (таблица)

Таблица 6. Типы финансовых портфелей и их характеристика

Типы финансовых портфелей	Характеристика
Портфели денежного рынка	Ставят своей целью полное сохранение капитала в наиболее ликвидных финансовых активах. В состав таких портфелей включаются преимущественно денежная наличность или быстро реализуемые активы.
Портфели краткосрочных фондов	Формируется из краткосрочных ценных бумаг (инструментов) обращающихся на денежном рынке, обладают высокой ликвидностью
Портфель ценных бумаг, освобожденных от налогов (портфель ГКО)	Содержит, в основном, государственные долговые обязательства и предполагает сохранение капитала при высокой степени ликвидности. Рынок Республики Беларусь позволяет получить по этим бумагам и высокий доход, который, как правило, освобождается от налогов. Именно поэтому портфель государственных ценных бумаг – наиболее распространенная разновидность финансового портфеля. Государственные ценные бумаги являются одними из наиболее безопасных с точки зрения надежности инвестиций ценных бумаг. Их краткосрочный характер и низкая способность к риску делают данные инструменты одними из самых низкорискованных.
Портфель, состоящий из ценных бумаг государственных структур	Вложения в данные рыночные инструменты обеспечивают держателю портфеля доход, получаемый от разности в цене приобретения с дисконтом и выкупной ценой, и по ставкам выплаты процентов. Немаловажное значение имеет и то, что республиканские и местные органы власти предоставляют по ним налоговые льготы.
Портфель, состоящий из ценных бумаг предприятий и организаций различных отраслей экономики	Формируется на базе ценных бумаг, выпущенных предприятиями различной отраслевой принадлежности, связанных технологически, либо предприятиями одной отрасли. К ним относятся, например, облигации, товарные векселя.

Источник: разработка автора

Классификации портфеля структурообразующими признаками могут выступать те инвестиционные качества, которые полностью приобретает совокупность ценных бумаг, помещенная в данный портфель. При всем их многообразии можно выделить, например, ликвидность или освобождение от налогов, отраслевую или региональную принадлежность. Такое инвестиционное качество портфеля, как ликвидность, означает возможность быстрого превращения портфеля в денежную наличность без потери его

стоимости. Лучшим образом данную задачу позволяют решать портфели денежного рынка.

Но нельзя вкладывать все средства в ценные бумаги – необходимо иметь резерв свободной денежной наличности для решения инвестиционных задач, возникающих неожиданно.

Вкладывая часть средств в денежную форму, инвестор обеспечивает необходимую устойчивость портфеля.

В зависимости от целей инвестирования, предприятие может сформировать также целевые портфели, в состав которых включаются различные бумаги, соответствующие поставленной цели. К таким портфелям, например, относятся конвертируемые портфели, состоящие из конвертируемых и привилегированных акций, а также облигаций, которые могут в определенный момент времени обмениваться по фиксированной цене на установленное количество обыкновенных акций.

Тип избранной инвестиционной стратегии должен соответствовать типу финансового портфеля предприятия (агрессивная, направленная на максимальное использование возможностей рынка, или пассивная стратегия. Примером пассивной стратегии может служить равномерное распределение инвестиций между выпусками ценных бумаг разной срочности (известен как метод «лестницы»). Метод лестницы означает покупку ценных бумаг различной срочности, при этом сроки погашения ценных бумаг должны быть распределены до окончания периода существования портфеля.

Следует учитывать, что портфель ценных бумаг – это продукт, который продается и покупается на фондовом рынке, а, следовательно, весьма важным представляется вопрос об издержках его формирования и управления. Поэтому необходимо принимать во внимание вопрос о количественном составе портфеля ценных бумаг.

Диверсификация инвестиций как метод позволяет рационализировать качественный состав портфеля. Исследователи фондового рынка считают, что максимальное сокращение портфельного риска достижимо, если в

портфеле собранно от 10 до 15 различных видов ценных бумаг. Дальнейшее увеличение состава портфеля нецелесообразно, поскольку возникает эффект излишней диверсификации. Это может привести к следующим отрицательным результатам:

- усложнению портфельного управления ;
- покупке недостаточно надежных доходных, ликвидных ценных бумаг;
- росту издержек, связанных с поиском ценных бумаг (расходы на предварительный анализ и т.д.);
- увеличению издержек при покупке мелких партий ценных бумаг и другим.

Как следствие, доходность портфеля вряд ли будет возрастать более высокими темпами, чем издержки, связанные с его диверсификацией и управлением.

Решая проблему размещения свободных денежных средств, предприятие должно учитывать особенности национального фондового рынка. Логичен вопрос: а имеется ли на нем достаточное количество качественных ценных бумаг, инвестируя в которые можно достигнуть желаемых результатов либо сформировать рациональный финансовый портфель.

Список литературы

- Корпоративные финансы** [Книга] / авт. Ивашковская И.В., Львутин П.П. и [др.]. - М.: : Издательский дом ГУ ВШЭ, 2008.
- Методика комплексного анализа хозяйственной деятельности: краткий курс** [Книга] / авт. Савицкая Г.В.. - М.: : ИНФРА-М, 2005.
- Основы кибернетики предприятия (индустриальная динамика): Пер. с англ.** [Книга] / авт. Форрестер Дж.. - М.: : Прогресс, 1971. - Упомянут в кн. Рой О.М. Исследования социально-экономических и политических процессов. -СПб.: Питер, 2004.- 364с..
- Основы управления проектами в компании** [Книга] / авт. Фунтов В.Н.. - СПб.: : Питер, 2006.
- Оценка денежных потоков** [Статья] / авт. Сенько А.Н. // Финансовый директор. - 2005 г.. - №2. - стр. 35-40.
- Техника принятия эффективных управленческих решений.** [Книга] / авт. Р. Баттрик. - СПб.: : Питер, 2006.
- Управление потоками в логистических системах мировой экономики.** [Книга] / авт. Еловой И.А., Похабов, В.И., Колос, М.М.. - Минск: : ИООО "Право и экономика", 2006.
- Управление ростом: идеи и технологии. Сб. статей** [Книга] / авт. Дынин А., Литовченко, С.. - М.: : Альпина Паблишер, 2002.

Финансовые вычисления. Теория и практика: учеб-справ. пособие. [Книга] / авт. Мелкумов Я.С.. - М.: : Инфра -М, 2007.

Финансовый анализ производственных инвестиций [Книга] / авт. Четыркин Е.М.. - М.: : Дело, 1998.

Экономический анализ [Книга] / авт. Гинзбург А.И.. - СПб.: : Питер, 2004.

Экономический анализ в системе финансового менеджмента [Книга] / авт. Зенкина И.В.. - Ростов н/Д.: : Феникс, 2007.