

Министерство образования Республики Беларусь
УЧРЕЖДЕНИЕ ОБРАЗОВАНИЯ
ПОЛОЦКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
(Полоцкий государственный университет)

УДК 330.32: 336.64
Рег. № 20151571

УТВЕРЖДАЮ
Проректор по научной работе
_____ Ю.П. Голубев
« ____ » _____ 2019 г.

ОТЧЁТ
О НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКОЙ РАБОТЕ
«ФИНАНСОВОЕ УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ
В УСЛОВИЯХ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ И РИСКА»
(заключительный)

Руководитель НИР
канд. экон. наук, доцент

С.В. Бословяк

Новополоцк, 2019

СПИСОК ИСПОЛНИТЕЛЕЙ

Руководитель темы, к.э.н., доцент	_____	Бословяк С.В. (реферат, введение, заключение, подразделы 1.1, 1.2, 1.3, 2.1, 2.2)
Исполнитель, к.э.н., доцент	_____	Измайлович С.В. (подраздел 4.1)
Исполнитель, к.э.н., доцент	_____	Костюкова С.Н. (подраздел 4.2)
Исполнитель, к.э.н., доцент	_____	Масько Л.В. (подраздел 3.1)
Исполнитель, к.э.н., доцент	_____	Позднякова И.А. (подраздел 5.2)
Исполнитель, к.э.н., доцент	_____	Серяков Г.Н. (подразделы 1.4, 5.1)
Исполнитель, к.э.н., доцент	_____	Шавлюга О.А. (подраздел 5.3)
Исполнитель м.э.н., ст. преподаватель	_____	Паньков П.И. (подраздел 3.1)
Исполнитель м.э.н., ст. преподаватель	_____	Салахова Ю.Ш. (подраздел 4.4)
Исполнитель м.э.н., ст. преподаватель	_____	Строганова И.А. (подраздел 3.2)
Исполнитель ст. преподаватель	_____	Вериго А.В. (подразделы 2.3, 3.3)
Исполнитель ст. преподаватель	_____	Матюш И.В. (подраздел 4.3)
Нормоконтролёр	_____	Ищенко Л.В.

РЕФЕРАТ

Отчёт: 174 с., 33 рис., 23 табл., 147 источн.

ФИНАНСОВЫЕ РЕСУРСЫ, ФИНАНСОВОЕ УПРАВЛЕНИЕ, ИНВЕСТИЦИИ, ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ, ИННОВАЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ, ВЕНЧУРНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ, ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОТЕНЦИАЛ, ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ЭФФЕКТИВНОСТЬ, ВАЛЮТНЫЕ РИСКИ, ХЕДЖИРОВАНИЕ.

Объект исследования: национальная, региональная и отраслевая конкурентоспособность и их влияние на развитие экономических систем.

Цель работы: Систематизация и разработка теоретико-методических основ и методического инструментария управления инвестиционными процессами с учетом новых объектов инвестиций.

Методы и методология проведения работы: общенаучные методы, диалектика как общий способ познания, системный и структурно-функциональный подходы, анализ и синтез, индукция, дедукция, сравнительный анализ, умозаключение по аналогии, научная абстракция, логическое обобщение, методы экономико-математического моделирования.

Результаты исследования и их новизна состоят в уточнении сущности инвестиционных процессов в их взаимосвязи с финансовым управлением, обосновании стадий движения инвестиционных ресурсов и сопутствующих им финансовых потоков, разработке методического обеспечения финансового управления инвестиционными процессами, совершенствовании его методического инструментария с учетом особенностей новых объектов инвестиций.

Область применения результатов – в учебном процессе, при подготовке НИРС (в т.ч. – на Республиканский конкурс), при подготовке кадров высшей научной квалификации. Результаты работы могут быть использованы руководством предприятий при разработке стратегических планов, бизнес-планов развития, бизнес-планов инвестиционных проектов, а также органами государственного управления при совершенствовании механизмов управления инвестиционными процессами.

Результаты исследования использовались для написания 1 докторской и 4 кандидатских диссертаций, применяются в учебном процессе в рамках лекционных, практических занятий, при написании курсовых и дипломных работ, магистерских диссертаций. По материалам исследования опубликована 1 монография, более 30 статей, более 50 тезисов и материалов конференций.

Значимость работы – повышение инвестиционной привлекательности субъектов экономических отношений посредством применения разработанных инструментов и механизмов финансового управления инвестициями.

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	6
1 ФЕНОМЕНОЛОГИЧЕСКАЯ ПРИРОДА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ: ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ БАЗИС	10
1.1 Экономическая сущность инвестиционных процессов	10
1.2 Финансовые ресурсы и инструменты инвестирования.....	14
1.3 Стадии движения инвестиционных ресурсов и соответствующие им финансовые потоки.....	19
1.4 Технологические уклады и их роль в развитии инвестиционных процессов	25
2 МЕТОДИЧЕСКОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ	32
2.1 Методика оценки исходного инвестиционного потенциала организации	32
2.2 Методика финансового прогнозирования эффективности вложений капитала.....	44
2.3 Методика группировки страховых организаций для повышения эффективности их инвестиционной деятельности.....	53
3 РАЗРАБОТКА МЕТОДИЧЕСКОГО ИНСТРУМЕНТАРИЯ ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ НОВЫМИ ОБЪЕКТАМИ ИНВЕСТИЦИЙ	69
3.1 Состояние рынка ценных бумаг и развитие производных финансовых инструментов в Республике Беларусь	69
3.2 Технология оценки валютного риска параметрическим методом расчёта VaR.....	77
3.3 Комплексная оценка эффективности инвестиционной деятельности страховых организаций	88
4 КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ ПРОЦЕССА ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЯМИ	97
4.1 Управление хозяйственными рисками промышленных организаций в процессе инвестирования.....	97
4.2 Концептуальные основы анализа безубыточности деятельности строительных организаций в долгосрочном периоде.....	104
4.3 Комплексный бухгалтерский анализ модернизации предприятия в рамках концепций финансового и физического поддержания капитала...	114
4.4 Финансовый механизм венчурного инвестирования и стадии кругооборота венчурного капитала	126

5 НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПОЛИТИКИ ГОСУДАРСТВА И ДРУГИХ СУБЪЕКТОВ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ОТНОШЕНИЙ.....	134
5.1 Анализ динамики развития экономики промышленности в контексте формирования инвестиционной политики Республики Беларусь	134
5.2 Анализ инновационной деятельности и совершенствование оценки эффективности государственных инвестиционных программ	138
5.3 Маркетинговая деятельность как перспективное направление инвестирования	148
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	155
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ	163

ВВЕДЕНИЕ

Инвестиционная деятельность, являясь основным инструментом формирования активов организаций, выступает ключевым фактором развития субъектов экономики. Смена технологий, обновление ассортимента продукции, расширение производства и многие другие вопросы деятельности напрямую связаны с инвестиционным процессом, эффективность и результативность которого, в свою очередь, обуславливается действенными механизмами финансового управления. Формирование и рациональное использование инвестиционных ресурсов имеет важное теоретико-методологическое и практическое значение для субъектов всех уровней экономических отношений. Эффективная инвестиционная деятельность позволяет обеспечивать организациям не только простое, но и расширенное воспроизводство. Особый интерес вызывает не столько уже сформированный объем инвестиционных ресурсов, сколько изучение имеющихся возможностей организации по осуществлению инвестиций, другими словами, ее инвестиционный потенциал.

Актуальные вопросы повышения эффективности инвестиционной деятельности на макро- и микроуровнях отражены в таких основополагающих документах, как Национальная стратегия социально-экономического развития Республики Беларусь до 2030 года, Программа социально-экономического развития Республики Беларусь деятельности на 2016–2020 годы и др.

При этом в условиях кризисной ситуации в мировой и национальной экономике, с одной стороны, дефицит внутренних и внешних финансовых ресурсов объективно сужает возможности предприятий к инвестированию, а, с другой стороны, возрастающая конкуренция на целевых рынках требует активизации инвестиционных процессов, направленных на повышение конкурентоспособности продукции и организации в целом. В этом случае на микроуровне возникает противоречие, разрешение которого лежит в плоскости дальнейшего развития теоретической и практической базы финансовых методов и инструментов управления инвестиционным потенциалом организации.

В настоящее время финансирование инвестиций и реализация инвестиционного потенциала организаций в Беларуси осуществляется главным образом за счет внутренних инвестиционных ресурсов, долгосрочных банковских кредитов и бюджетных средств, в то время как потенциал инвестирования в деятельность субъектов экономики посредством осуществления вкладов в уставный фонд, привлечения долгосрочных займов

и использования иных видов финансовых инструментов мобилизации долгосрочных инвестиций задействован не в полной мере.

Вопросы экономической сущности инвестиций, инвестиционного потенциала организации, характеристики его основных структурных компонентов, формирования ресурсной базы инвестиционной деятельности и инвестиционной привлекательности организаций представлены в работах отечественных авторов: Н. И. Богдан, Б. И. Гусакова, Н. Л. Давыдовой, В. Г. Золотогорова, А. А. Матяса, Д. А. Панкова, Е. Н. Петрушкевич, А. Н. Сенько, Г. А. Шмарловской, и зарубежных: Г. Александера, С. Ф. О'Берна, А. Дамодарана, М. Миллера, Ф. Модильяни, У. Шарпа, И. А. Басалова, И. А. Бланка, В. В. Бочарова, Л. С. Валинуровой, В. М. Власовой, Д. А. Ендовицкого, В. Ю. Катасонова, В. В. Ковалева, Н. В. Ковалевой, В. В. Коссова, С. Б. Кортиной, М. Н. Крейниной, Э. И. Крылова, И. В. Липсица, Н. В. Маренковой, Г. П. Подшиваленко, Л. А. Сипко, Н. В. Смирновой, и др.

Инвестиционная привлекательность является важнейшим критерием и основой для принятия положительного решения инвестором, без чего невозможно формирование финансовых ресурсов инвестиционной деятельности из внешних источников. Исследованию инвестиционной привлекательности на микроуровне посвящены работы таких авторов как В.А. Бабушкин, А.В. Коренков, С.Д. Лозовой, Ю.В. Севрюгин Е.Н. Староверова и др. В работах названных авторов рассматриваются различные сущностные аспекты инвестиционной привлекательности предприятий, подходы к выделению факторов, ее определяющих, методические основы ее оценки.

Не умаляя важности и значимости результатов проведенных исследований, следует отметить, что вопросы генерирования, систематизации, трансформации и управления денежными потоками инвестиционной деятельности, повышения эффективности взаимодействия инвесторов и организаций-реципиентов в процессе формирования и использования их инвестиционного потенциала остаются недостаточно проработанными. В работах исследователей инвестиционный потенциал организации не рассматривался в качестве объекта финансового управления. Вместе с тем, учитывая многогранность исследуемой категории, научное обоснование финансовых методов, инструментов и рычагов воздействия на его величину и динамику, практические рекомендации по их применению приобретают на современном этапе экономического развития особую актуальность.

Выявленные нерешенные проблемы в отношении финансовых методов и инструментов управления формированием и использованием инвестиционного потенциала организации вызвали необходимость

совершенствования методического обеспечения процессов оценки его исходного уровня, финансового прогнозирования оптимальных объемов привлечения инвестиционных ресурсов, разработки и повышения эффективности финансового механизма управления инвестиционным потенциалом.

Риск, являясь неотъемлемой характеристикой любого экономического процесса, оказывает существенное влияние на деятельность хозяйствующих субъектов. Но осознания объективности этого факта недостаточно. Для эффективной деятельности организаций необходимо не только выявить и оценить риск, но и определить подходы к управлению им.

Условия хозяйственной деятельности предприятий и организаций подвержены изменениям, как в результате закономерных экономических процессов, так и случайных событий. Важной особенностью деятельности организаций является возможность управления рисками внутренней среды, т.е. хозяйственными, поскольку, управляя ими, организации получают возможность успешно действовать в условиях постоянных изменений внешней среды. Однако, несоответствие сложившейся системы производства, снабжения, сбыта и в целом управления организациями промышленности современному уровню социально-экономических потребностей, а также неразвитость, фрагментарность или отсутствие подходов к управлению рисками не позволяют им своевременно реагировать на динамику риск-факторов хозяйственной деятельности.

Поэтому актуальность и важность управления хозяйственными рисками, в том числе разработка методического аппарата их оценки, обусловлены решающим теоретико-методологическим и практическим значением для успешного развития организаций в условиях нестабильности среды их хозяйственной деятельности.

Исследованию различных аспектов рискованной проблематики в Республике Беларусь посвящены работы Л.Ф. Догиля, З.М. Ильиной, В.В. Рымкевича, С.Н. Кабушкина, О.В. Леонтьева, Е.Г. Моисеенко, Г.В. Гриц, В.В. Примшиц, Н.Н. Скриба и др. Однако, в нашей стране рискованная проблематика в самом широком смысле так и остается недостаточно освещенной и осознанной, а, следовательно, не внедренной в национальную экономику, в условия практической деятельности субъектов хозяйствования.

Вопросы оценки рисков нашли отражение в работах российских и зарубежных ученых: Г.Б. Клейнера, Т.Н. Цая, П.Г. Грабового, М.Б. Сайела, Р.М. Качалова, М.Г. Лапусты, Л.Г. Шаршуковой, В.М. Гранатурова, Дж.Дж. Хемптона, Ф. Найта, Дж. Кейнса, А. Пигу, Н. Лумана, У. Бека, Т. Бачкаи, Д. Мессена, П. Бернштейна, Т. Бартона, К. Рэдхэда и др.

Проблемы роли и значения анализа безубыточности (CVP-анализа от английского термина “Cost-Volume-Profit анализ”, т.е. совместного анализа издержек, объемов реализации и прибыли) в реализации эффективного управления прибылью предприятия постоянно поднимались и во многом решены в трудах отечественных и зарубежных ученых.

Наибольший вклад в разработку теории и практики CVP-анализа внесли: В.Н. Вяткин, Д.Д. Хэмптон, А.Ю. Казак, П.В. Лебедев, В.П. Савчук, Г.В. Савицкая, О.И. Волков, В.К. Скляренко, Е.С. Стоянова, М.А. Вахрушина, Ч. Хорнгрен, Г. Фостер, К. Друри, Д. Хан, Х.Й. Фольмут, Р. Манн, Э. Майер, Ю. В. Богатин, В.А. Швандар, Е. В. Невешкина и др.

Актуальность CVP-анализа, отслеживающего зависимость финансовых результатов бизнеса от издержек и объемов производства (сбыта) обусловлена его полезностью и эффективностью при принятии рациональных управленческих решений. Это мощный инструмент оперативного и стратегического планирования и управления на предприятии, он является одной из важных составляющих оценки прибыльности деятельности предприятия абсолютно для всех производителей товаров, работ, услуг.

Среди рисков, оказывающих наиболее разрушительное влияние на финансовые показатели экономики страны, следует выделить валютные риски, связанные с изменением валютных курсов. Волатильность валютного рынка оказывает негативное влияние на деятельность предприятий-участников внешнеэкономической деятельности, снижает финансовый результат их работы в случае неблагоприятного изменения валютного курса.

Одним из распространенных и эффективных методов риск-менеджмента в области осуществления операций на валютном рынке является применение стратегий хеджирования валютных рисков. В Республике Беларусь институт хеджирования только начинает зарождаться, его развитие во многом будет зависеть от правильного формирования законодательной базы, регулирующей совершение операций хеджирования. В работе исследованы сущность, механизм, стратегии и инструменты хеджирования валютных рисков на основе зарубежного опыта, а также обозначены практические рекомендации по развитию института хеджирования валютного риска нефинансовыми организациями в современных условиях Республики Беларусь.

1 ФЕНОМЕНОЛОГИЧЕСКАЯ ПРИРОДА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ: ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ БАЗИС

1.1 Экономическая сущность инвестиционных процессов

Одна из важнейших составляющих роста экономики страны – стабилизация и развитие производства и услуг во всех отраслях экономики, на всех без исключения предприятиях, в бизнесе разных уровней и во всех сферах предпринимательской деятельности. В качестве движущей силы здесь выступают инвестиции, которые интегрирует как запросы потребителей, так и способность производителя обеспечить производство конкурентоспособной продукции и предоставление конкурентоспособных услуг.

Формирование и рациональное использование инвестиционных ресурсов имеет важное теоретико-методологическое и практическое значение для субъектов всех уровней экономических отношений. Эффективная инвестиционная деятельность, как известно, позволяет обеспечивать предприятиям (организациям) не только простое, но и расширенное воспроизводство.

Рассмотрим основные трактовки категории «инвестиции» (Таблица 1)

Таблица 1.1 - Определения понятия «инвестиции»

Автор, источник	Трактовка понятия «инвестиции»
1	2
Б. А. Райзберг, Л. Ш. Лозовский, Е. Б. Стародубцева [1]	Инвестиции (от лат. investire – облачать) – долгосрочные вложения государственного или частного капитала в собственной стране или за рубежом с целью получения дохода в предприятиях разных отраслей, предпринимательские проекты, социально-экономические программы, инновационные проекты – долгосрочные вложения капитала с целью получения прибыли
Б. Батлер, Б. Джонсон, Г. Сиуэлл, Э. Вуд [2]	1. Приобретение средств производства, таких как машины и оборудование для предприятия, с тем чтобы производить товары для будущего потребления. Обычно это называется капитальными вложениями в средства производства (capital investment); чем выше уровень капитальных вложений в хозяйстве, тем быстрее оно будет развиваться. 2. Приобретение активов, например, ценных бумаг, произведений искусства, депозитов в банках или строительных обществах и т.п., прежде всего в целях получения финансовой отдачи в виде или прибыли, или увеличения капитала. Такой вид финансовых инвестиций (financial investment) представляет собой средство сбережения

Продолжение таблицы 1.1

1	2
А. Н. Асаул, А. В. Карасев [3]	Долгосрочные вложения капитала, имущественных и интеллектуальных ценностей в объекты предпринимательской и других видов деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения положительного социального эффекта; недвижимость, приобретенная для получения доходов или прибыли
Г. И. Микерин [4]	Использование капитальной суммы для приобретения актива, который, как ожидается, будет производить приемлемый поток дохода и/или ощутимое повышение оценки капитальной стоимости. «Повышение оценки» (appreciation) капитальной стоимости (имущества или активов) – это явление, экономически противоположное «обесценению» (depreciation), то есть наблюдаемому «понижению оценки» стоимости имущества
В. И. Суслов [5]	Долгосрочные вложения средств в различные отрасли экономики с целью получения прибыли или достижения целей, напрямую не связанных с получением инвестиционного дохода, но необходимых для устойчивого развития бизнеса
С. И. Ожегов [6]	Долгосрочные вложения капитала в отдельные отрасли экономики внутри страны и за рубежом
Составители: С. М. Синельников, Т. Г. Соломоник, М. Б. Биржаков, Р. В. Янборисова [7]	Капитал, помещаемый в юридически самостоятельные предприятия на длительный срок (более года) либо с целью получения дополнительной прибыли, либо с целью приобретения влияния, либо в связи с тем, что такое вложение средств является более выгодным по сравнению с организацией собственных операций в этой области, а также вложения в ценные бумаги
Дж. Д. Сакс, Ф. Б. Ларрен [8, с. 143]	Поток готовой продукции за определенный период, который используется для поддержания и приращения основных фондов в экономике, увеличение основных фондов путем инвестиций обеспечивает рост производственных возможностей в будущем, следовательно, «...теория инвестиций должна быть динамичной, т.е. связывать настоящее с будущим, ибо стимулирование инвестиций сегодня означает прирост производственных возможностей завтра»
Б. Грэхем, Дж. Цвейг [9]	Операция, которая после тщательного анализа предполагает сохранность основного капитала и удовлетворительный доход
И. А. Бланк [10]	Любые вложения капитала с целью последующего его увеличения
Л. Дж. Гитман, М. Д. Джонк [11, с. 10]	Способ помещения капитала, который должен обеспечить сохранение или возрастание стоимости капитала и (или) принести положительную величину дохода
П. Массе [12, с. 27]	Инвестирование представляет собой акт обмена сегодняшнего удовлетворения определенной потребности на ожидание удовлетворить ее в будущем с помощью инвестированных благ
Э. Дж. Долан [13, с. 13]	Увеличение объема капитала, функционирующего в экономической системе, то есть увеличение предложения производительных ресурсов, осуществляемое людьми

Продолжение таблицы 1.1

1	2
К. Р. Макконел, С. Л. Брю [14, с. 388]	Затраты на производство и накопление средств производства и увеличение материальных запасов
Закон Республики Беларусь «Об инвестициях» [15]	Любое имущество и иные объекты гражданских прав, принадлежащие инвестору на праве собственности, ином законном основании, позволяющем ему распоряжаться такими объектами, вкладываемые инвестором на территории Республики Беларусь способами, предусмотренными настоящим Законом, в целях получения прибыли (доходов) и (или) достижения иного значимого результата либо в иных целях, не связанных с личным, семейным, домашним и иным подобным использованием
Дж. М. Кейнс [16]	Покупка одним лицом или корпорацией какого-либо имущества, старого или нового
О. М. Антипова [17]	Вид общественных отношений, характеризуемый определенным экономически значимым поведением участников, проявляющимся в инициировании процесса оборота капитала, его вложении. Значение инвестиций заключается в создании или возмездном приобретении активов (стоимостей, благ, имеющих денежную оценку), обладающих определенными характеристиками. Такие активы либо сами обладают свойством возможности их непосредственного использования в процессе создания новой стоимости (могут выступать предметами или средствами труда), либо предоставляют возможность получения части новой стоимости, которая будет произведена контрагентом субъекта, осуществляющего вложения, или третьим лицом
В. Г. Золотогоров [18]	Вложение средств (внутренних и внешних) в различные программы и отдельные мероприятия (проекты) с целью организации новых, поддержания и развития действующих производств (производственных мощностей), технической подготовки производства, получения прибыли и других конечных результатов, например, природоохранных, социальных и других.
Ф. Кенэ [19, с. 227]	«...прирост ценности капитального имущества в результате производственной деятельности данного периода, ... та часть дохода за данный период, которая не была использована для потребления»; «...покупка отдельным лицом или корпорацией какого-либо имущества, старого или нового, дома или машины, ценных бумаг на фондовой бирже и т.д.»
П. А. Самуэльсон, В. Д. Нордхаус [20]	Прирост запаса капитала страны, то есть зданий и сооружений, машин и оборудования, а также товарно-материальных запасов в течение года. Осуществление инвестиций связано с отказом от текущего потребления ради увеличения будущего потребления
Дж. Доунс [21]	Использование капитала с целью получения дополнительных средств либо путем вложения в привлекательные инвестиционные проекты (доходные предприятия), либо с помощью участия в рискованном (венчурном) проекте, направленном на получение прибыли

Окончание таблицы 1.1

1	2
З. Боди, А. Кейн, А. Маркус [22]	Расходование в настоящем денежных или других средств в ожидании получения будущих выгод
Дж. Фридман, Н. Ордуэй [23, с. 441]	Вложение денежных средств для извлечения доходов и прибыли; собственность, приобретенная для извлечения доходов или прибыли
М. Макмиллан [24]	Поток расходов, предназначенных для производства благ, а не для непосредственного потребления
Л. М. Чистов, С. А. Ильин [25, с. 80]	Капитальные вложения как процесс создания путем применения капитала новых объектов (модернизация, реконструкция существующих объектов), способных производить (увеличивать производство) определенные виды продукции и услуг прежнего или повышенного качества
А. Б. Крутик, Е. Г. Никольская [26]	Динамический процесс смены форм капитала, последовательного преобразования первоначальных ресурсов и ценностей в инвестиционные затраты и превращение вложенных средств в прирост капитальной стоимости в форме дохода или социального эффекта
В. А. Королев [27, с. 11]	Инвестиции определяются, с одной стороны, как динамичный воспроизводственный процесс, в ходе которого осуществляется преобразование ресурсов во вложения с учетом целевых установок инвестора – получения дохода (эффекта), с другой стороны, как категория, включающая следующие структурные элементы: субъекты, объекты и собственно экономические отношения

Источник: собственная разработка на основе изучения специальной экономической литературы [1–27].

Проанализировав содержание различных подходов, можно сделать вывод, что в настоящее время в экономической науке сложилось два основных направления в понимании экономической сущности и природы инвестиций:

- инвестиции как долгосрочные вложения всех видов ценностей с целью получения дохода (прибыли) или иного значимого результата [1, 3, 5–8, 18]. Следует отметить, что в некоторых определениях долгосрочный характер инвестиций не выделяется (например, в законе Республики Беларусь «Об инвестициях» [15], некоторых трактовках в рамках зарубежных подходов финансового менеджмента [9, 23]). Вместе с тем допущения о краткосрочных инвестициях затрагивают лишь сферу финансового инвестирования (в ценные бумаги и иные финансовые инструменты, часто для получения спекулятивного дохода). Реальное инвестирование связано с приращением важнейшего фактора

производства – капитала, что априори определяет долгосрочный характер таких вложений;

- инвестиции как процесс использования капитала в деятельности организаций [11, 21, 26, 27]. Неотъемлемой частью этого процесса является преобразование исходных инвестиционных ресурсов в активы, способные приносить доход.

Инвестиционный процесс представляет собой последовательность этапов, действий и операций по осуществлению инвестиционной деятельности [18]. Общая схема инвестиционного процесса (осуществления инвестиций) на уровне организации представлена на рисунке 1.1.

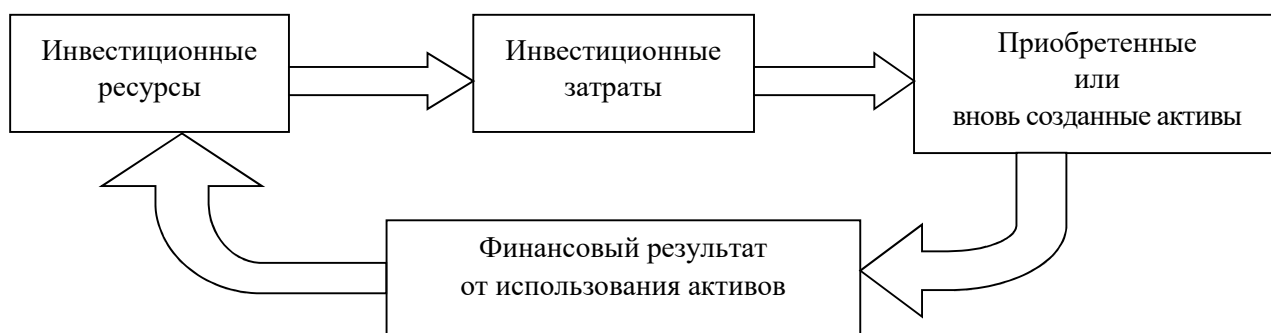


Рисунок 1.1. – Общая схема осуществления инвестиционного процесса

Как видно из рисунка, все связи по преобразованию инвестиционных ресурсов в инвестиционные затраты и далее в активы предприятия, а также по достижению финансового результата от использования активов создают среду финансовых отношений и опосредованы ими, что предполагает применение и совершенствование инструментария управления финансами.

1.2 Финансовые ресурсы и инструменты инвестирования

Основу формирования инвестиционных процессов составляют инвестиционные ресурсы. От характера формирования этих ресурсов во многом зависит уровень эффективности не только инвестиционной, но и всей производственно-хозяйственной деятельности предприятия. При этом для многих как отечественных, так и зарубежных исследований характерно, что понятие «инвестиционные ресурсы» хотя и используется, но прямо не определяется.

Рассмотрим основные подходы современных исследователей к определению сущности категории «инвестиционные ресурсы». Анализ проведенных исследований по данной тематике позволил выявить два основных подхода.

Первый подход может быть представлен следующим определением: «Инвестиционные ресурсы представляют собой все виды финансовых активов, привлекаемых для осуществления вложений в объекты инвестирования» [28]. Подобной точки зрения придерживаются В. В. Ковалев [29], Дж. М. Розенберг [30], В. В. Шерemet [31] и другие исследователи. Безусловно, высокая ликвидность делает такие финансовые активы, как денежные средства и определенные категории ценных бумаг, основной формой инвестиционных ресурсов, способных в случае необходимости быть легко трансформированными в любую требующуюся форму активов. Вместе с тем данное определение недостаточно полно раскрывает понятие «инвестиционные ресурсы», предполагая возможность их существования исключительно в виде денежных средств, ценных бумаг и прочих финансовых активов.

Однако теория и практика осуществления инвестиционной деятельности показывают, что при ее осуществлении инвестиционные ресурсы могут привлекаться и в иных формах: материальной (здания, машины, оборудование), нематериальной (патенты, ноу-хау, товарные знаки и т.д.). В таком понимании инвестиционные ресурсы рассматриваются в работах В. С. Барда [32], Л. Н. Павловой [33], Н. Л. Маренкова [34], которые определяют инвестиционные ресурсы как «ценности, вкладываемые в те или иные инвестиционные проекты с целью прироста богатства в том или ином виде». Определения, предложенные ими, расширяют возможный состав инвестиционных ресурсов.

По нашему мнению, наиболее корректным представляется подход к определению термина «инвестиционные ресурсы», отраженный в работах И.А. Бланка, который определяет инвестиционные ресурсы предприятия как «все формы капитала, привлекаемого им для осуществления вложений в объекты реального и финансового инвестирования» [35].

Инвестиционные ресурсы предприятия формируются за счет различных источников, которые принято подразделять на собственные и заемные, внутренние и внешние [36]. Наиболее емкий подход к классификации инвестиционных ресурсов представлен В. В. Ковалевым, А. С. Ивановым, В. Е. Лялиным. «Классификация инвестиционных ресурсов осуществляется по следующим основным признакам:

- а) по титулу собственности: собственные и заемные инвестиционные ресурсы;
- б) по натурально-вещественной форме: инвестиционные ресурсы в денежной, финансовой, материальной и нематериальной формах;
- в) по принадлежности к резидентам: инвестиционные ресурсы, формируемые за счет отечественного и иностранного капитала;

г) по источникам привлечения: внутренние и внешние инвестиционные ресурсы» [37].

Поскольку инвестиционные вложения носят долгосрочный характер, финансовые ресурсы, направляемые на их осуществление, должны быть постоянными или как минимум соответствующими этим вложениям по срокам окупаемости.

Определение той части финансовых ресурсов, которая направляется на осуществление инвестиций, дается неявно (например, «финансовые ресурсы на цели капитального инвестирования» [38, с. 200]) и очень часто подменяется понятием «инвестиционные ресурсы». Вместе с тем, как показано выше, инвестиционные ресурсы – это не только финансовые ресурсы, но и иные материальные и нематериальные активы, используемые при осуществлении инвестиционной деятельности. Поэтому представляется необходимым выделить в составе финансовых ресурсов часть, непосредственно связанную с использованием на инвестиционные цели (далее – финансовых ресурсов инвестиционной деятельности).

По отношению к организации финансовые ресурсы, направляемые на осуществление инвестиционной деятельности, принято разделять на внутренние и внешние. «Формирование и использование финансовых ресурсов неразрывно связано с проводимой финансовой и инвестиционной политикой. Расширение масштабов инвестирования в основной капитал предполагает мобилизацию значительных объемов финансовых ресурсов из внутренних и внешних источников» [38, с. 201]. По мнению С. Б. Кортиной, «необходимо разграничить внутренний инвестиционный потенциал предприятия и потенциал привлеченных инвестиций» [39, с. 12]. В соответствии с данным подходом рассмотрим более подробно формирование внутренних и внешних финансовых ресурсов инвестиционной деятельности.

К источникам внутренних финансовых ресурсов инвестиционной деятельности относятся чистая прибыль и амортизационные отчисления [33, 35]. Финансовый инструментарий их формирования включает определение принципов амортизационной политики предприятия (организации) и распределения чистой прибыли на капитализируемую (реинвестируемую) и потребляемую части соответственно. При этом «уровень капитализации чистой прибыли каждое предприятие определяет индивидуально исходя из специфики текущей и инвестиционной деятельности и сложившихся условий на рынке капитала» [38, с. 201], равно как и амортизационная политика индивидуальна для каждого субъекта хозяйствования. Как показывает практика, реализация инвестиционных проектов при осуществлении расширенного воспроизводства в силу ограниченности внутренних

источников финансовых ресурсов, как правило, невозможна без привлечения внешних финансовых ресурсов инвестиционной деятельности.

Финансовые инструменты привлечения внешних финансовых ресурсов гораздо более многообразны.

Анализ существующих подходов [40, 41, 42] позволил сделать вывод, что в качестве инструмента привлечения инвестиций понимается определенный способ оформления финансово-правовых отношений с инвестором, используемый для привлечения на долгосрочной основе финансовых ресурсов инвестиционной деятельности. Конкретными инструментами привлечения инвестиций в зависимости от организационно-правовой формы осуществления деятельности предприятия-реципиента могут выступать доли в уставном фонде, паи в имуществе, акции, облигации, инвестиционные кредиты, инвестиционные займы, другие долгосрочные обязательства.

Применение того или иного инструмента привлечения инвестиций определяет содержание соответствующих способов внешнего инвестирования в предприятие, которые, исходя из эмпирической информации о способах инвестирования, а также на основе исследований [42], целесообразно дифференцировать в зависимости от возможности формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности у предприятия-реципиента на следующие группы (рисунок 1.2).

Очевидно, что только при соответствии объектов инвестирования инструментам привлечения инвестиций финансовые ресурсы инвестора трансформируются в располагаемые финансовые ресурсы инвестиционной деятельности предприятия-реципиента. В ином случае денежные средства поступают другим субъектам экономики. Названное условие согласования финансовых интересов инвестора и предприятия-реципиента должно быть положено в основу организации финансовых отношений по поводу формирования и использования инвестиционного потенциала предприятия.

На основе результатов исследования сущности категорий «инвестиционные ресурсы», «финансовые ресурсы», «финансовые ресурсы инвестиционной деятельности», источников их формирования систематизируем подход к предмету настоящего исследования – финансового управления инвестиционными процессами. Так, на современном этапе экономического развития инвестиционный потенциал относится к новым более сложным формам потенциала (в отличие, например, от производственного, трудового потенциала). Достичь оптимального процесса преобразования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности в инвестиционные затраты конкретного предприятия возможно при условии его непрерывного развития и эффективного формирования и

использования.

Формирование и использование инвестиционного потенциала включает в себя процессы формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности, преобразования их в активы и использования (активов) в деятельности субъекта экономики.

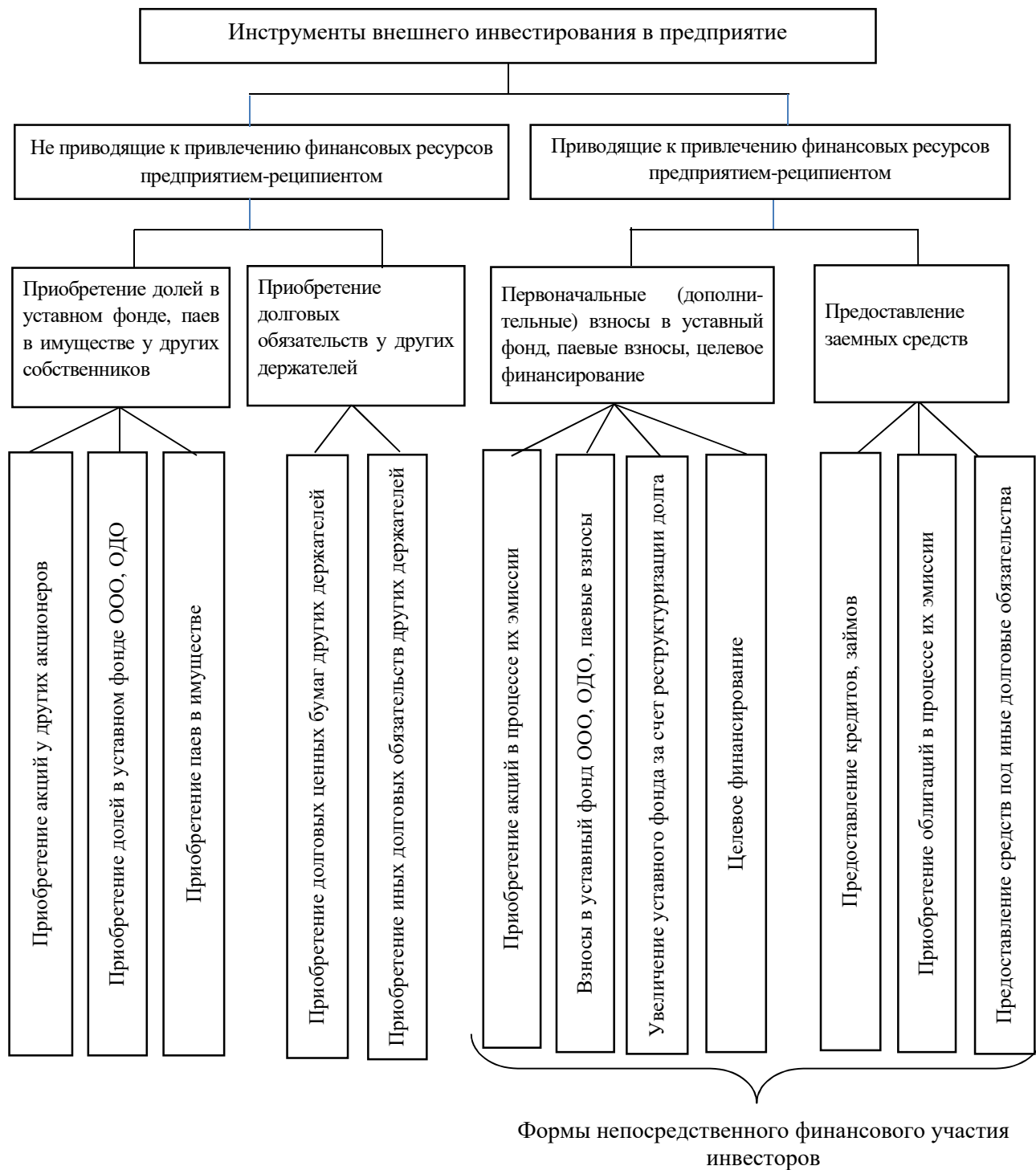


Рисунок 1.2. – Классификация инструментов внешнего инвестирования

1.3 Стадии движения инвестиционных ресурсов и соответствующие им финансовые потоки

На рисунке 1.3 наглядно представлена цикличность инвестиционных процессов, которая с учетом понимания инвестиций как «динамического процесса смены форм капитала, последовательного преобразования первоначальных ресурсов и ценностей в инвестиционные затраты и превращения вложенных средств в прирост капитальной стоимости в форме дохода» [26] позволяет выделить их следующие стадии: формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности; преобразования инвестиционных вложений в активы (инвестиционная); использования активов; распределения финансового результата.



Рисунок 1.3. – Общая схема формирования и использования инвестиционных ресурсов

Первая стадия является основополагающей для процесса формирования инвестиционного потенциала: предприятие (организация) формирует финансовые ресурсы инвестиционной деятельности за счет внутренних источников, а при их недостаточности должно обладать способностью к аккумуляции финансовых ресурсов из внешних источников.

Вторая – представляет собой начальный этап использования инвестиционного потенциала. Как отмечает В. В. Бочаров, «на стадии проектирования предприятия (объекта) финансовые ресурсы необходимы для финансирования подготовки проекта к реализации (проектно-изыскательские работы, отвод земельного участка, экспертиза проекта и т.д.). На стадии инвестирования финансируют строительные-монтажные работы, приобретение оборудования и других капитальных активов» [38, с. 200]. В настоящем исследовании эти две стадии, названные В. В. Бочаровым, представлены инвестиционной, для которой определяющим

является не только объем финансовых ресурсов, но и своевременность их поступления, а также временные рамки периода их освоения. Кроме того, согласно Р. К. Мукасееву, «применительно к инвестиционной деятельности следует отметить, что важно не только привлечение и аккумуляция финансовых ресурсов, но и их целевое использование» [79], что подчеркивает актуальность недопущения использования финансовых ресурсов, привлеченных на долгосрочной основе, на финансирование текущих нужд организации.

Третья стадия в полной мере отражает природу инвестиционного потенциала. Так, по мнению В. В. Бочарова, «потенциально финансовые ресурсы формируют на стадии производства, где создают новую стоимость и осуществляют перенос прежней стоимости на готовый продукт, но именно потенциально, поскольку работники предприятий производят не финансовые ресурсы, а продукты труда в материально-вещественной форме. Последние реализуют на рынке, где они и получают денежную оценку» [38, с. 196]. Другими словами, в процессе использования активов как результата имеющегося инвестиционного потенциала закладываются основы формирования его будущей величины, что является необходимой основой кругооборота финансовых ресурсов инвестиционной деятельности.

Однако сам факт эффективного использования активов не приводит автоматически к возобновлению или приращению финансовых ресурсов инвестиционной деятельности. Если, по В. В. Бочарову, «...реальное формирование финансовых ресурсов начинают только на стадии распределения, когда стоимость реализована...» [38, с. 196]

Для каждой стадии движения инвестиционных ресурсов определены задачи и функции финансового управления (таблица 1.2).

Таблица 1.2 – Задачи и функции финансового управления по стадиям формирования и использования инвестиционного потенциала

Задачи и функции финансового управления	Стадия движения инвестиционных ресурсов			
	формирование финансовых ресурсов инвестиционной деятельности	преобразование инвестиционных вложений в активы (инвестиционная)	использование активов	распределение прибыли
Задачи финансового управления	<ul style="list-style-type: none"> • обеспечение финансовыми ресурсами 	<ul style="list-style-type: none"> • обеспечение целевого использования финансовых ресурсов 	<ul style="list-style-type: none"> • обеспечение заданной рентабельности инвестиций 	<ul style="list-style-type: none"> • обеспечение заявленных выплат инвесторам и реинвестиций

Окончание таблицы 1.2

Функции финансового управления	<ul style="list-style-type: none"> • оценка исходного инвестиционного потенциала; • прогнозирование эффективности дополнительных инвестиций 	<ul style="list-style-type: none"> • контроль за целевым использованием финансовых ресурсов; • оценка риска; • регулирование стоимости капитала (при необходимости) 	<ul style="list-style-type: none"> • контроль эффективности использования активов; • регулирование стоимости капитала (при необходимости) 	<ul style="list-style-type: none"> • контроль и регулирование выплат инвесторам; • оценка эффективности
--------------------------------	---	--	---	---

Вопросы исследования категории «финансовые потоки» не носят системного характера. Так, например, авторы в своих работах используют похожие понятия: «систему движения потоков финансовых средств» [44], «систему движения денежных ресурсов» [45], не давая точной характеристики, отличительных особенностей и описания элементов.

Отечественные ученые определяют следующие элементы системы финансовых потоков: входные финансовые потоки, представленные финансовыми вложениями, и выходные финансовые потоки, представленные приращением финансовых ресурсов [46, с. 88].

Принимая во внимание, что совокупности финансовых потоков формирования и использования инвестиционного потенциала присущи следующие черты: составляющие потоков выступают в виде упорядоченной совокупности взаимосвязанных и взаимодействующих элементов; результаты предыдущего элемента определяют исходный императив для последующего; взаимосвязи элементов направлены на достижение единой управленческой цели, правомерно рассматривать финансовые потоки в виде системы (рисунок 1.4).

Все представленные финансовые потоки должны быть подчинены достижению максимальной эффективности использования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности, а приведенные на рисунке результаты являются одновременно отправными точками в генерировании последующих финансовых потоков, что характеризует единство и взаимосвязанность элементов системы.

Неотъемлемая часть управленческого процесса – специальный инструментарий, обеспечивающий формирование практико-ориентированных действий в разрезе стадий системы финансовых потоков формирования и использования инвестиционного потенциала для решения поставленных задач и достижения единой сформулированной цели.

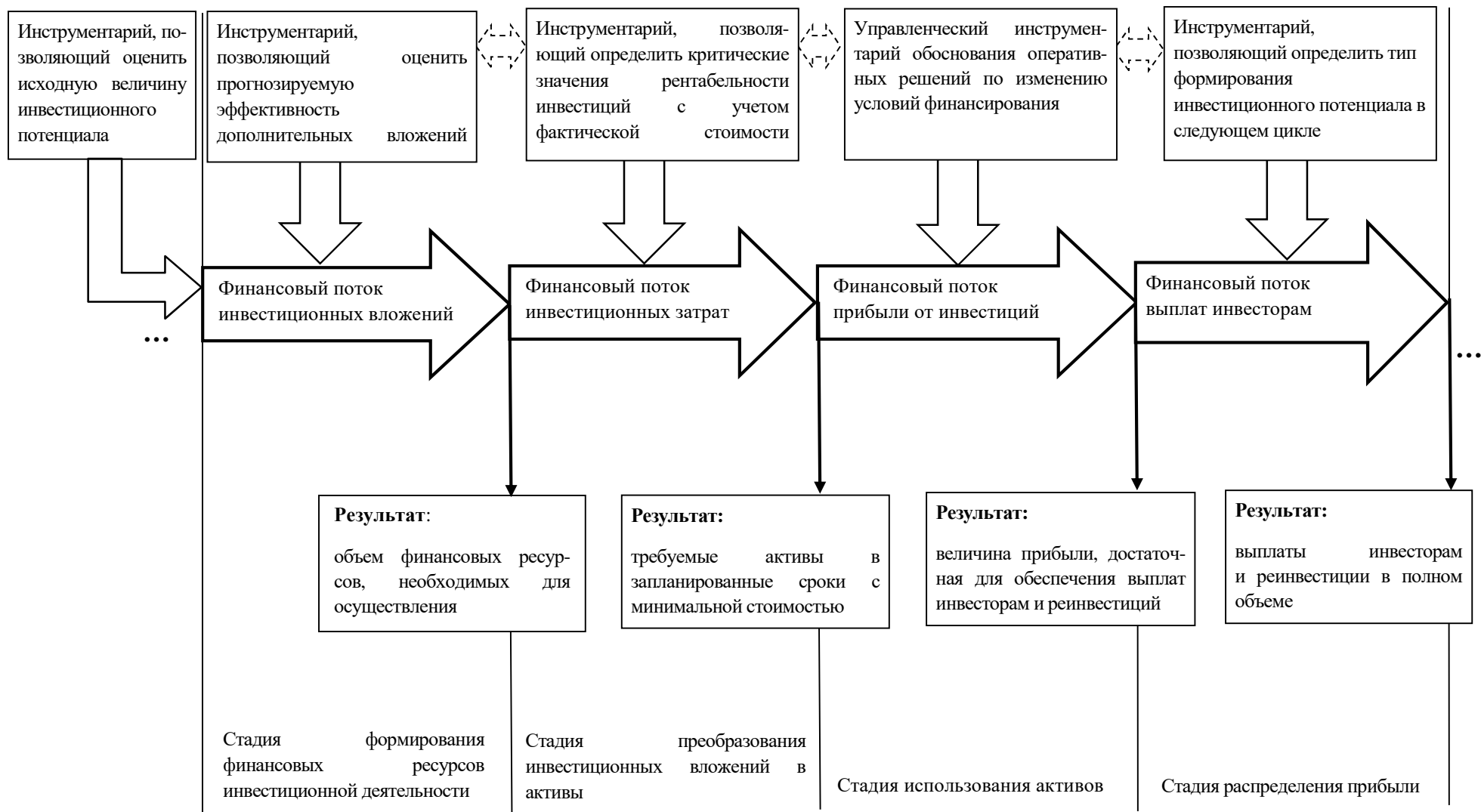


Рисунок 1.4 – Система финансовых потоков движения инвестиционных ресурсов

Так, инструментарий, позволяющий оценить исходную величину инвестиционного потенциала, учитывая поставленные задачи, должен состоять из двух частей: инструментария оценки инвестиционной привлекательности предприятия, в наибольшей степени соответствующего согласованию финансовых интересов инвестора и предприятия-реципиента, и комплексного показателя использования имеющегося инвестиционного потенциала предприятия. В совокупности применение такого инструментария даст возможность оценить объем финансовых ресурсов инвестиционной деятельности «на входе» с учетом фактически имеющихся возможностей их эффективного использования.

Инструментарий, позволяющий прогнозировать эффективность дополнительных вложений капитала, должен предполагать возможность оценки состояния предприятия в перспективе, а также целесообразности дополнительного инвестирования в деятельность предприятия с учетом стоимости капитала и рентабельности инвестиций.

При завершении преобразования инвестиционных вложений в инвестиционные затраты необходим инструментарий, позволяющий определить критические значения рентабельности инвестиций с учетом фактической стоимости капитала. Фактическая величина стоимости капитала с учетом дополнительных инвестиций может сформироваться на более высоком уровне, чем ее прогнозируемая величина. Кроме того, в случае длительного периода освоения инвестиций значения рентабельности инвестированного капитала могут сложиться ниже прогнозируемых из-за изменения рыночной ситуации.

Возможно возникновение особых обстоятельств и на стадии использования активов, например, снижение выручки от реализации продукции (товаров, работ, услуг) или увеличение текущих затрат по сравнению с их запланированным уровнем. С целью оперативного решения такого рода проблем обязателен мониторинг фактического уровня рентабельности инвестиций на предмет соответствия их критическим значениям. Для принятия по итогам мониторинга соответствующих мер необходим управленческий инструментарий обоснования оперативных решений по изменению условий финансирования.

На последней стадии с учетом фактически сложившегося финансового результата и его распределения предлагаем применять инструментарий, позволяющий определить тип формирования инвестиционного потенциала («с расширением» или «с сужением») в следующем цикле и при необходимости вносить соответствующие изменения в инвестиционную политику предприятия. Использование такого инструментария даст возможность оценивать результативность финансовых ресурсов

инвестиционной деятельности «на выходе», в целом достичь стабильности, синхронности и регулируемости финансовых потоков по соответствующим стадиям формирования и использования инвестиционного потенциала организации.

Разработанная система финансовых потоков формирования и использования инвестиционного потенциала предприятия позволит:

- упорядочить финансовые потоки, опосредующие процессы формирования и использования инвестиционного потенциала организации, по предложенным стадиям;
- определить результаты, достижение которых необходимо на каждой стадии формирования и использования инвестиционного потенциала для генерирования соответствующих финансовых потоков на последующей стадии;
- предложить общие требования к инструментарию, обеспечивающему решение предложенных задач финансового управления, с целью генерирования необходимого объема финансовых потоков по всему процессу формирования и использования инвестиционного потенциала организации.

Представленная система финансовых потоков образует среду принятия финансовых управленческих решений по поводу формирования и использования инвестиционного потенциала предприятия. Однако для принятия обоснованных управленческих решений по управлению финансами необходим особый механизм, устанавливающий порядок действий в этой среде, – финансовый механизм управления инвестиционным потенциалом, в состав которого войдет как инструментарий финансового управления (методики, индикаторы, алгоритмы), так и соответствующие финансовые методы и рычаги.

Таким образом, финансовое управление формированием и использованием инвестиционного потенциала организации правомерно представить в виде двух взаимосвязанных составляющих:

- системы финансовых потоков (см. рисунок 1.4);
- финансового механизма управления инвестиционным потенциалом.

Роль и значение финансового механизма определяется тем, что «функции финансового менеджмента на предприятии реализуются через конкретный финансовый механизм» [47, с. 31]. Более того, «финансовый механизм – активный элемент в системе управления финансами» [48]. Следовательно, применение финансового механизма управления инвестиционным потенциалом позволит сформировать детализированный (пошаговый) инструмент принятия управленческих решений по эффективному задействованию инвестиционного потенциала организации.

1.4 Технологические уклады и их роль в развитии инвестиционных процессов

На современном этапе завершения пятого и начала развития шестого технологического уклада (далее - ТУ), происходящих в мировой экономике, отечественная экономика продолжает испытывать необходимость в разрешении ряда серьезных задач стратегического характера направленных на достижение быстрого роста конкурентного потенциала национальной экономики за счет наращивания сравнительных преимуществ в науке, образовании, высоких технологиях с ориентацией на мировые тенденции развития экономики, рассматриваемые в сочетании с внутренними проблемами развития белорусской экономики, включая: усиление глобальной конкуренции; приближение новой волны технологических изменений, усиливающих роль и значение инноваций в социально-экономическом развитии государств, поступательно вытесняющих многие традиционные факторы роста национальных экономик; усиление роли человеческого капитала как ключевого фактора экономического развития на фоне замедления роста значимости сырьевых и энергетических ресурсов; исчерпание возможностей эффективного развития национальной экономики за счет использования относительной дешевизны производственных факторов. Решение перечисленных стратегических задач особенно актуально в преддверии ожидаемого мирового экономического кризиса начала 2020-х годов, обусловленного сменой пятого ТУ шестым, который ожидается гораздо более масштабным, чем мировой экономический кризис 2008–2009-х годов.

Переход на инновационный путь развития и формирование нового технологического уклада требует ускоренного обновления основных фондов и производственных мощностей практически во всех отраслях национальной экономики. Для решения этой задачи, наряду с решением проблем стратегического характера развития национальной экономики, необходимо обеспечить и высокий уровень эффективности и производительности инвестиционной деятельности на макро, мезо и микроуровне.

Для этого необходимо изменить теоретические и методические основы управления инвестициями в основной капитал или инвестиционно-строительной деятельности при строительстве новых, расширение, техническое перевооружение и капитальном ремонт действующих производственных мощностей.

В данном исследовании мы будем говорить о реальных инвестициях, так как экономическая сущность финансовых инвестиций заключается в том, что это накопления денежных средств для вложений в основной и оборотный

капитал производства новых товаров и услуг в целях получения прибыли (дохода) так как реальную доходность денежные средства приносят, только обращаясь в сферах материального производства, обращения и услуг.

В условиях глобализации мировой экономики, обострения конкурентной борьбы на сырьевых и товарных рынках и перехода экономики на инновационный путь развития, резко сокращается жизненный цикл производственных технологий и созданных для их использования зданий и сооружений.

Поэтому для выживания и дальнейшего развития экономики Республики Беларусь необходимо изменить подходы к управлению инвестициями в основной капитал с целью рационального использования финансовых ресурсов и снижения материальных затрат на всех стадиях инвестиционного процесса.

В основе рассуждений о необходимости создания и воспроизводства основных фондов должны лежать маркетинговые исследования материальных и трудовых потоков, жизненного цикла производственных технологий и производимых на их основе товаров и услуг.

Сегодня любой промышленный или гражданский объект уже на стадии проектно-изыскательских работ необходимо рассматривать как логистическую систему, которая создаётся или уже существует для удовлетворения потребностей определённых рынков в определённых товарах и услугах.

Эта логистическая система должна быть способной развернуться в нужном месте на определённый срок и свернуться (утилизироваться или переместиться в пространстве в материальном потоке) после достижения целей её создания и максимально-возможного экономического эффекта от её промышленной эксплуатации с минимальными инвестиционными издержками.

Тенденция всеобщей унификации производственного пространства в объектах промышленного и гражданского назначения ломает существующие рамки и так долго существовавшее разделение промышленного строительства по отраслям, на основе которого развивалась теория и практика промышленного строительства, в ближайшее время перестанет существовать.

Объекты всех отраслей должны будут представлять собой унифицированное пространство, где смогут размещаться различные по содержанию процессы. Общая линия развития этой тенденции выглядит так: от объекта укрытия для машин и механизмов в XVIII–XIX вв., через объект, вмещающий конкретный технологический процесс, в XX в., к объекту оболочке, способной разместить разные процессы в XXI в.

В последние годы особенно усилилась роль инноваций, формирующих новый шестой технологический уклад, поэтому важнейшим методологическим аспектом управления инвестициями в основной капитал в современной инновационной экономике является выявление содержания, направлений и средств развития нового шестого технологического уклада мировой экономики применительно к промышленному развитию национальной экономики, так как промышленность является ведущей отраслью экономики Республики Беларусь, развивает технологический уклад страны, формирует ВВП и с этой точки зрения является важнейшим и наиболее привлекательным объектом инвестиционной деятельности для государства, внешних и внутренних частных инвесторов.

К настоящему времени в экономической науке выделяют шесть технологических укладов, циклы которых по продолжительности эквивалентны большим циклам экономической активности Н.Д. Кондратьева (рисунок 1.5) [49].

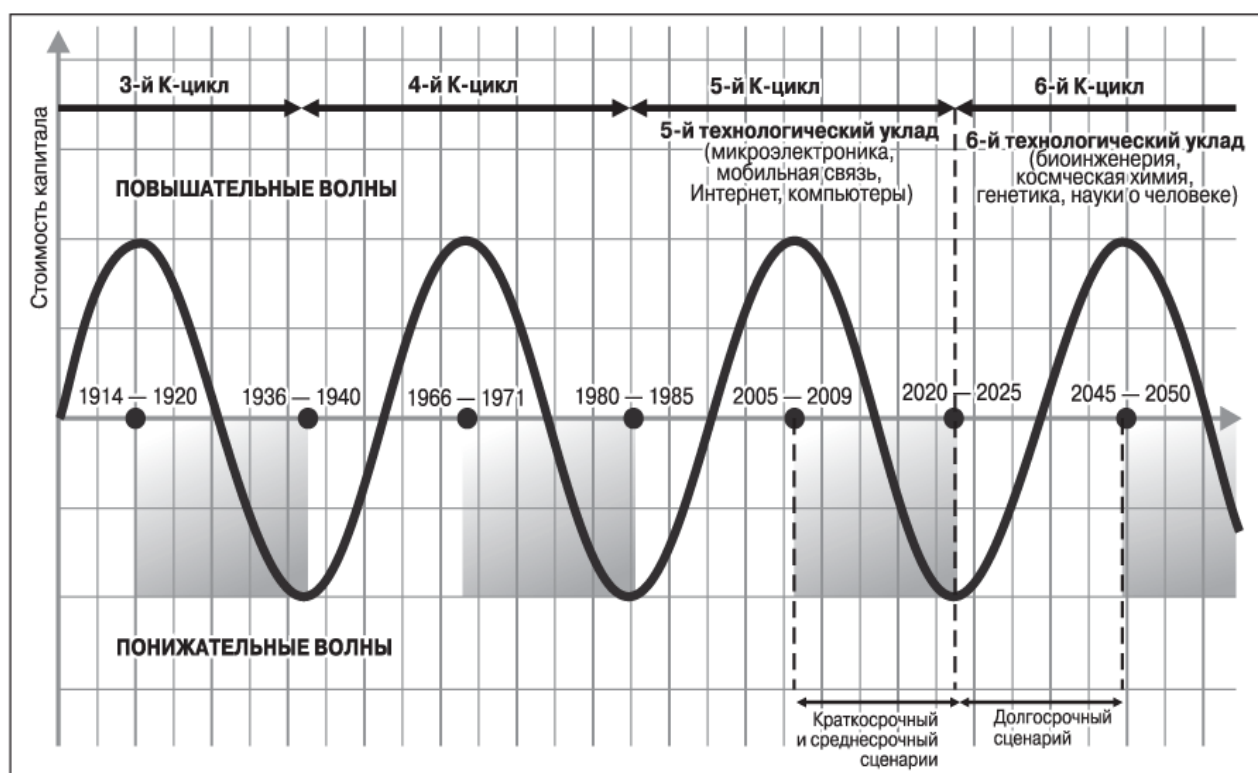


Рисунок 1.5 – Большие циклы экономической активности Н.Д. Кондратьева

Жизненные циклы технологических укладов и производственные основы их формирования приведены на рисунке 1.6.

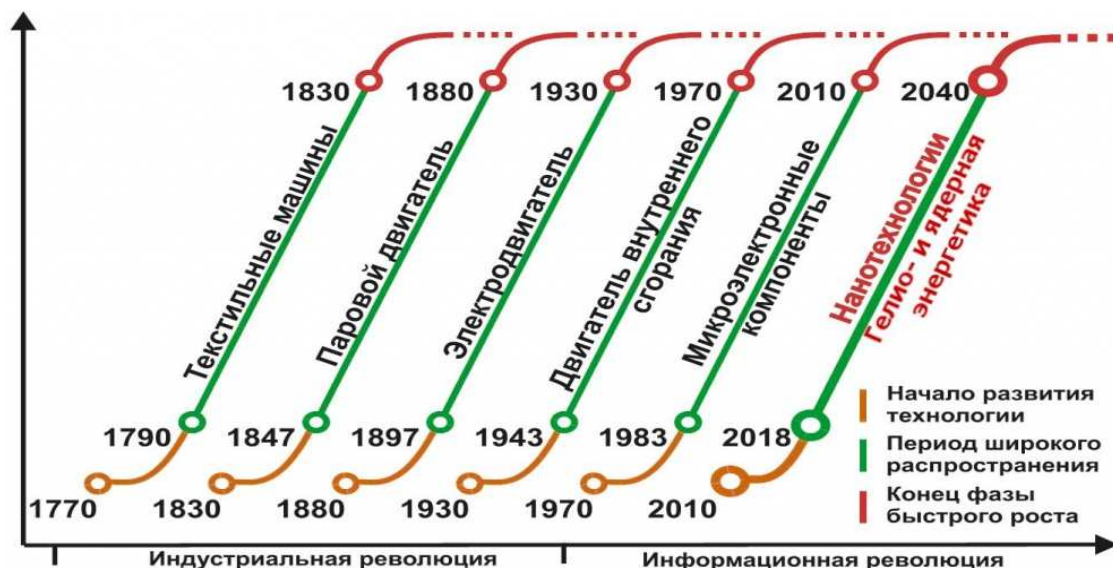


Рисунок 1.6 – Жизненные циклы технологических укладов и производственные основы их формирования

Источник: [50]

Проведенные аналитические исследования показали, что выделяемые академиком С.Ю. Глазьевым структура уклада и сопутствующий К-цикл по сути являются составляющими одного большого цикла экономической активности, распределение составляющих которого представлено на рисунке 1.7.

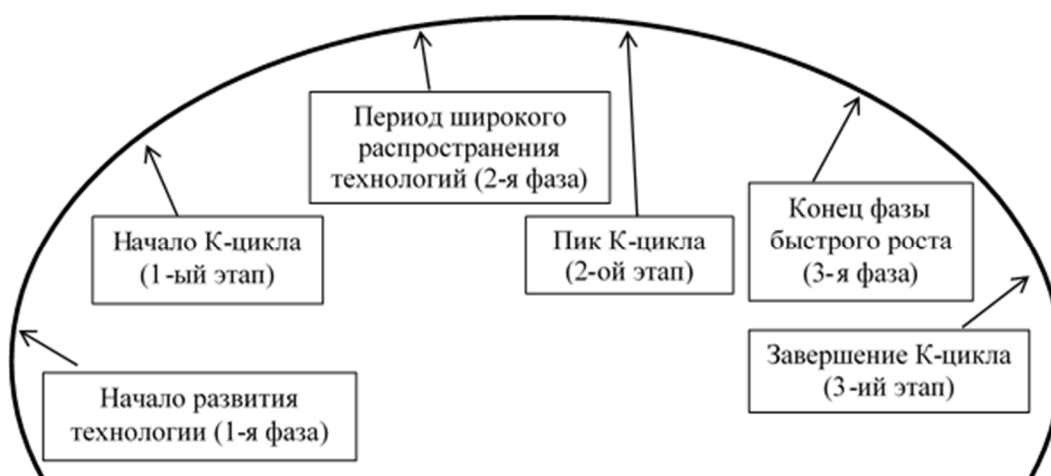


Рисунок 1.7 – Описание большого цикла экономической активности через структуру уклада и сопутствующий К-цикл как составляющими единого цикла

Источник: [51]

Таким образом, на основании проведенных аналитических исследований можно утверждать, что фазы структуры технологического уклада и этапы сопутствующего К-цикла образуют шесть звеньев единого большого цикла экономической активности Н.Д. Кондратьева.

По аналогии можно прогнозно описать характер развития шестого технологического уклада, представив его фазами структуры технологического уклада и этапами сопутствующего К-цикла в единой цепочке (табл. 1.3).

Таблица 1.3 – Прогнозное описание характера развития шестого технологического уклада

Фазы и этапы ТУ	Годы	Содержание
1-я фаза	2020-е	Начало развития нанотехнологий (наноэлектроники, молекулярной и нанофотоники, наноматериалов и материалов с наноструктурированными покрытиями, нанобиотехнологий, наносистемотехники) и других высоких технологий, включая информационные как основных производственных факторов
1-й этап	2030-е	Период быстрого роста использования нанотехнологий (начало К-цикла) и других высоких технологий за счет нахождения инженерных решений резкого снижения энергоёмкости и материалоемкости производства
2-я фаза	2040-е	Период широкого распространения (пространственной диффузии) нанотехнологий (наноэлектроники, молекулярной и нанофотоники, наноматериалов и материалов с наноструктурированными покрытиями, нанобиотехнологий, наносистемотехники) и других высоких технологий, включая: биотехнологии, генную инженерию, квантовые технологии, мембранные технологии, технологии мобильной робототехники, мехатроники, микромеханики, прототипирования, термоядерной энергетики, фотоники
2-ой этап	2050-е	Период пика предпринимательского использования нанотехнологий и других высоких технологий за счет массового создания продукции с заданными свойствами
3-я фаза	2060-е	Конец фазы быстрого роста использования нанотехнологий и других высоких технологий
3-ий этап	2070-е	Завершение этапа доминирующего использования технологий шестого технологического уклада.

Таким образом, содержание и направления развития нового шестого технологического уклада мировой экономики определяют следующие признаки дифференциации технологических укладов, определяющие характер их преемственности.

Во-первых, средняя продолжительность каждого ТУ составляет примерно 50 лет, что соответствует длительности больших циклов экономической активности Н.Д. Кондратьева (по различным оценкам от 48 – 53 лет до 40 – 60 лет).

Во-вторых, приведенное описание технологических укладов демонстрирует, что они могут быть представлены примыкающими друг к другу циклами, в которых происходит наложение 1-й фазы – начала развития технологий, следующего ТУ на 3-й этап – завершение цикла экономической активности в рамках предыдущего ТУ.

В-третьих, если временная дистанция между фазами структуры уклада, как и между этапами сопутствующего К-цикла составляет в среднем 20 лет, что соответствует длительности средних циклов экономической активности (строительных циклов С. Кузнеца), то временная дистанция между началом фазы структуры уклада и началом следующего за ними этапа К-цикла (и наоборот) составляет в среднем 10 лет, что соответствует длительности малых циклов экономической активности (банковских циклов К. Жугляра).

Таким образом, временная дистанция между началом фазы структуры технологического уклада и началом следующего за ним этапа К-цикла соответствует второму полупериоду реализации строительного цикла (его понижительной волне). Эквивалентная временная дистанция между началом К-цикла и следующего за ним началом фазы структуры технологического уклада соответствует первому полупериоду реализации строительного цикла его повышательной волне.

В свою очередь малый (банковский) цикл экономической активности К. Жугляра полностью охватывает временную дистанцию между началом фазы структуры технологического уклада и началом следующего за ним этапа К-цикла (и наоборот), включая в себя тем самым как процесс аккумуляции капитала на новые технологии или производства, так и процесс активного использования накопленных инвестиций.

Важнейшим признаком формирования нового технологического уклада в экономике является благоприятное сочетание амплитудно-фазовых характеристик совокупности циклов экономической активности, включая: большие циклы экономической активности Н.Д. Кондратьева, средние циклы экономической активности С. Кузнеца, малые циклы экономической активности К. Жугляра, бизнес-циклы экономической активности Дж. Китчина.

При этом суперпозиция множества указанных волн экономической активности различной амплитуды и длительности определяет:

– формирование максимумов экономической активности как периодов расцвета технологических укладов,

– формирование минимумов экономической активности как периодов смены технологических укладов.

Говоря о содержательной основе шестого технологического уклада, мы считаем, что развитие нанотехнологий как основного производственного фактора, ядра шестого технологического уклада, выделяемого академиком С. Ю. Глазьевым [52], является маловероятным. На наш взгляд, нанотехнологии будут всего лишь одним из факторов в ряду комплекса других высоких технологий, состав которых предлагаемый ведущими учеными, в частности Е. Н. Кабловым [53], И. А. Прохоровым [54], А. В. Тебекиным [55], представлен следующим образом: биотехнологии; технологии молекулярной биологии; технологии генной инженерии; нанотехнологии; технологии создания систем искусственного интеллекта; технологии развития глобальных информационных сетей; технологии построения интегрированных высокоскоростных транспортных систем; квантовые технологии; мембранные технологии; технологии мобильной робототехники; технологии мехатроники; технологии микромеханики; технологии прототипирования; технологии термоядерной энергетики; технологии фотоники; технологии проектирования систем с заданными свойствами.

2 МЕТОДИЧЕСКОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ

2.1 Методика оценки исходного инвестиционного потенциала организации

Предложенные в первом разделе стадии формирования и использования инвестиционных ресурсов и выделение факторов, определяющих их результативность, обуславливают требования к методическому инструментарию финансового управления формированием и использованием инвестиционного потенциала организации.

Как отмечают исследователи, «в процессе оценки инвестиционного потенциала необходимо учитывать следующие элементы: настоящее положение объекта исследования; существующие возможности формирования, привлечения и эффективного применения инвестиционных средств; дальнейшее положение исследуемого объекта, predetermined воздействием инвестиционных процессов» [56]. Соглашаясь с данным обобщенным подходом к оценке инвестиционного потенциала, в данном разделе представим методическое обеспечение финансового управления инвестиционным потенциалом, необходимое для выполнения его функций на стадии формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности.

Существенная роль в оценке инвестиционной привлекательности предприятий отводится рейтинговым методикам, особенностью которых является их ориентация, в основном, на количественные показатели.

Наиболее распространенный метод расчета интегрального рейтинга – аддитивная свертка, сущность которой выражается следующей формулой:

$$P = \sum_{i=1}^n P_i \cdot W_i, \quad (2.1)$$

где P – агрегированный показатель рейтинговой оценки;

P_i – нормированное значение i -го частного показателя рейтинга;

W_i – весовой коэффициент i -го частного показателя ($\sum_{i=1}^n W_i = 1$);

i – порядковый номер частного показателя;

n – количество частных показателей в рейтинге.

Подобная методика расчета интегрального показателя инвестиционной привлекательности применяется, например, известным российским

рейтинговым агентством АК&М [57]. Однако несмотря на высокую степень проработанности, в практическом применении рейтинговых методик существует ряд проблем. Так, не всегда проверяются значения частных показателей на наличие коллинеарности, их весовые коэффициенты обычно приводятся без обоснования, для нормирования применяются, как правило, минимальные и максимальные значения по совокупности оцениваемых объектов без исключения аномально экстремальных значений, в ряде случаев не проводится обоснованная стратификация ранжируемых объектов.

Исходя из вышесказанного и принимая во внимание определение инвестиционного потенциала как максимально возможного объема финансовых ресурсов инвестиционной деятельности, методику оценки исходного инвестиционного потенциала построим следующим образом:

- проведем сравнительную рейтинговую оценку организаций на основе обновленного агрегированного показателя инвестиционной привлекательности;
- определим величину исходного инвестиционного потенциала как совокупности имеющихся финансовых ресурсов инвестиционной деятельности с учетом их отдачи.

Первая составляющая предложенной методики – сравнительная рейтинговая оценка инвестиционной привлекательности предприятий (организаций), которую рассмотрим по формализованным этапам.

1. Выбор частных показателей для построения рейтинга инвестиционной привлекательности. В их перечень включены следующие:

1) показатели, характеризующие эффективность деятельности организаций:

- рентабельность реализованной продукции;
- рентабельность собственного капитала;
- коэффициент оборачиваемости оборотных активов;
- рентабельность активов;

2) показатели, характеризующие инвестиционную активность организаций:

- коэффициент ввода машин, оборудования, транспортных средств;
- коэффициент самофинансирования инвестиций;
- коэффициент накопления амортизации (износа) основных средств;

3) показатели, характеризующие платежеспособность организаций:

- коэффициент текущей ликвидности;
- коэффициент обеспеченности собственными краткосрочными активами;
- коэффициент абсолютной ликвидности;
- коэффициент автономии.

Первая и третья группы приняты по аналогии с методикой рейтингового агентства АК&М с учетом требований действующих нормативных правовых актов Республики Беларусь. Так, два показателя ликвидности в методике приведены для более полного учета в рейтинге уровня платежеспособности предприятий. Согласно Инструкции о порядке расчета коэффициентов платежеспособности и проведения анализа финансового состояния и платежеспособности субъектов хозяйствования коэффициент абсолютной ликвидности, наряду с коэффициентами текущей ликвидности и обеспеченности собственными оборотными средствами, входит в группу финансовых коэффициентов, характеризующих платежеспособность организации [58].

Вторая группа показателей добавлена на основе рабочей гипотезы, что более привлекательным для инвестора будет субъект хозяйствования, который в состоянии более активно осуществлять инвестиционную деятельность, то есть максимально эффективно задействовать имеющийся инвестиционный потенциал. В качестве приоритетного направления инвестиционной деятельности принимаются инвестиции в основной капитал, прежде всего, в различные формы приобретения, реконструкции и модернизации активной части основных средств.

Для корректного применения аддитивной свертки необходимо, чтобы показатели были линейно независимы друг от друга. Для достижения данного условия необходимо рассчитать коэффициенты парной корреляции абсолютных значений показателей по принимаемой для расчета совокупности. В качестве принятого критерия отсутствия значимой коллинеарности принят коэффициент корреляции не более 0,7 [59]. При получении более высоких значений коэффициента корреляции один из показателей исключается из дальнейшего рассмотрения.

2. Определение весовых коэффициентов показателей. Для определения весовых коэффициентов показателей представляется целесообразным применить экспертные оценки. Для проведения экспертного ранжирования предлагаем использовать методику парного сравнения [60] частных показателей, используемых для расчета рейтинга инвестиционной привлекательности предприятия. Более высокий балл экспертной оценки соответствует более значимым показателям инвестиционной привлекательности.

Итоговые весовые коэффициенты показателей определяются по формуле:

$$W_i = \frac{1}{mn^2} \sum_{j=1}^m B_{ij}, \quad (2.2)$$

где B_{ij} – сумма баллов, проставленных i -му фактору j -м экспертом;
 m – количество экспертов.

Оценка согласованности мнений экспертов проводится на основе расчета множественного коэффициента ранговой корреляции (коэффициента конкордации W) при наличии связанных рангов. Как следует из [60], при $W > 0,5$ мнение экспертов является согласованным. Проверка статистической значимости коэффициента конкордации осуществляется с помощью критерия Пирсона (χ^2).

В случае невозможности или нецелесообразности получения экспертных оценок весовые коэффициенты для всех показателей принимаются равными.

3. Нормирование показателей. Если рост показателя рассматривается как положительная тенденция, то максимально допустимое значение показателя x_2 ассоциируется с 1, а минимально допустимое x_1 – с 0 (в противном случае – наоборот). Тогда формально правило определения нормированных значений можно выразить следующей системой [61]:

$$y = \begin{cases} \begin{cases} 0, & \text{если } y_2(x_2) > y_1(x_1), & x_2 > x_1, \\ 1, & \text{если } y_2(x_2) < y_1(x_1), & x_2 > x_1, \end{cases} & x \in (-\infty; x_1); \\ y_2 - \frac{(y_2 - y_1) + (x_2 - x)}{x_2 - x_1}, & x \in [x_1; x_2]; \\ \begin{cases} 1, & \text{если } y_2(x_2) > y_1(x_1), & x_2 > x_1, \\ 0, & \text{если } y_2(x_2) < y_1(x_1), & x_2 > x_1, \end{cases} & x \in [x_2; +\infty), \end{cases} \quad (2.3)$$

где x – фактическое значение показателя;

x_1 – минимальное (минимально допустимое) значение показателя;

x_2 – максимальное (максимально допустимое) значение показателя;

y – преобразованное (нормированное) значение показателя;

y_1 – минимальное значение стандартного интервала ($y_1 = 0$);

y_2 – максимальное значение стандартного интервала ($y_2 = 1$).

3.1. Установление экономически целесообразных уровней частных показателей для нормализации.

В большинстве рейтинговых методик, основанных на аддитивной свертке, в качестве минимальных и максимальных значений, используемых для нормирования, принимаются максимальные и минимальные значения по исследуемой совокупности объектов. Однако более корректным

представляется не принимать в качестве минимальных и максимальных значений аномально экстремальные значения показателей [61].

Поэтому все частные показатели рейтинга подвергнуты критическому анализу с целью установления минимально и максимально допустимых значений. По показателям рентабельности реализованной продукции и рентабельности собственного капитала минимально допустимое значение принято равным нулю ($x_1 = 0$). Таким образом, в данном рейтинге по всем организациям с отрицательной рентабельностью нормированные значения равны нулю.

Для коэффициентов текущей ликвидности и обеспеченности собственными оборотными средствами в соответствии с постановлением Совета Министров Республики Беларусь от 12 декабря 2011 г. № 1672 «Об определении критериев платежеспособности субъектов хозяйствования» [62] установлены нормативные значения по видам экономической деятельности. В рейтинге примем их в качестве минимально допустимых. По всем организациям, где уровень текущей ликвидности и обеспеченности собственными оборотными средствами ниже норматива, нормированное значение данных показателей принимается равным нулю. Коэффициент абсолютной ликвидности не относится к нормативным. И хотя его минимальное значение упоминается в названной инструкции [58], в практической деятельности (исходя из эмпирических данных организаций, осуществляющих различные виды деятельности) оно труднодостижимо.

Для коэффициента текущей ликвидности тенденция роста после достижения определенного предельного значения не является однозначно позитивной. В качестве такого значения обычно указывается 3,0 [63, с. 165]. В случае превышения этого значения могут высказываться предположения о завышенном уровне оборотных активов либо о неиспользуемых возможностях увеличения краткосрочной кредиторской задолженности. Для целей нашего рейтинга принято максимально допустимое значение данного показателя, равное 3,0 (т.е. по данному показателю $x_2 = 3$). Если фактическое значение показателя больше, чем максимально допустимое, нормированное значение показателя равно 1,0.

Для показателей рентабельности минимальные значения приняты равными нулю, так как представляется маловероятным наличие предпочтений инвестора в отношении убыточных организаций.

Для остальных показателей рейтинга в качестве минимальных и максимальных значений, используемых для нормализации, условимся принимать максимальные и минимальные значения по исследуемой совокупности предприятий. При этом очевидно, что для коэффициента ввода машин, оборудования, транспортных средств минимальное значение равно

нулю, а для коэффициента самофинансирования инвестиций максимальное значение равно единице.

Коэффициент накопления амортизации (износа) основных средств является в данной методике единственным показателем, рост которого рассматривается как отрицательная тенденция. Теоретически для нового предприятия минимальное его значение равно нулю. Однако на практике такое возможно лишь в случае начала деятельности с использованием только новых основных средств в самом конце отчетного периода, принимаемого для расчета рейтинга. В процессе деятельности нулевой уровень данного показателя является недостижимым и не может быть использован в качестве эталонного значения.

С учетом вышеприведенных аргументов экономически целесообразные уровни минимальных и максимальных значений частных показателей, принимаемых для их нормализации, представлены в таблице 2.1.

Таблица 2.1. – Уровень частных показателей рейтинга, принимаемый для нормализации

Показатель	Значение, принимаемое для нормализации	
	минимально допустимое	максимально допустимое
Рентабельность реализованной продукции	0,0	максимальное по совокупности
Рентабельность собственного капитала	0,0	максимальное по совокупности
Коэффициент оборачиваемости оборотных активов	минимальное по совокупности	максимальное по совокупности
Рентабельность активов	0,0	максимальное по совокупности
Коэффициент ввода машин, оборудования, транспортных средств	0,0	максимальное по совокупности
Коэффициент самофинансирования Инвестиций	минимальное по совокупности	1,0
Коэффициент накопления амортизации основных средств	минимальное по совокупности	максимальное по совокупности
Коэффициент текущей ликвидности	норматив по виду экономической деятельности	3,0
Коэффициент обеспеченности собственными краткосрочными активами	норматив по виду экономической деятельности	максимальное по совокупности
Коэффициент абсолютной ликвидности	минимальное по совокупности	максимальное по совокупности
Коэффициент автономии	минимальное по совокупности	максимальное по совокупности

3.2. Расчет нормированных значений показателей. На основе рассмотренной выше процедуры применения методики осуществляется расчет нормированных значений показателей, включенных в рейтинг инвестиционной привлекательности.

В итоге получаем нормированные значения P_i по каждому частному показателю рейтинга для каждого субъекта хозяйствования.

4. Расчет агрегированного показателя. После определения нормированных значений частных показателей по каждой организации по формуле (2.1) рассчитывается агрегированный показатель P .

5. Интерпретация полученных результатов. Для определения соответствия значений агрегированных показателей определенным уровням инвестиционной привлекательности используем стандартный пятиуровневый классификатор (таблица 2.2) [61, с. 427].

Таблица 2.2 – Значения агрегированного рейтинга и уровень инвестиционной привлекательности субъектов хозяйствования

Значения P	[0; 0,2)	[0,2; 0,4)	[0,4; 0,6)	[0,6; 0,8)	[0,8; 1,0]
Уровень инвестиционной привлекательности	очень низкий	низкий	средний	высокий	очень высокий

Чтобы избежать неточностей при определении уровня инвестиционной привлекательности субъектов хозяйствования, значения P которых близки к граничным значениям таблицы 2.2, целесообразно воспользоваться инструментарием теории нечетких множеств, представив перечисленные в таблице интервалы как нечеткие подмножества различных уровней инвестиционной привлекательности.

Принадлежность уровня инвестиционной привлекательности одному из нечетких подмножеств определяется с использованием формул пересечения и объединения нечетких подмножеств [64] на основе функции принадлежности $\mu_{m,j}(P) = \mu_j(P)$ при равных интервалах. Система построена по аналогии со взаимопересекающимися стратами семи интервалов [61, с. 428] с корректировкой для пяти равных интервалов:

$$\mu_1(P) = \begin{cases} 1, & 0 \leq P \leq 0,111, \\ 10(0,222 - P), & 0,15 < P < 0,222, \\ 0, & 0,25 \leq P \leq 1; \end{cases}$$

$$\begin{aligned}
\mu_2(P) &= \begin{cases} 0, & 0 \leq P \leq 0,111, \\ 10(P - 0,111), & 0,111 < P < 0,222, \\ 1, & 0,222 \leq P \leq 0,333, \\ 10(0,444 - P), & 0,333 < P < 0,444, \\ 0, & 0,444 \leq P \leq 1; \end{cases} \\
\mu_3(P) &= \begin{cases} 0, & 0 \leq P \leq 0,333, \\ 10(P - 0,333), & 0,333 < P < 0,444, \\ 1, & 0,444 \leq P \leq 0,555, \\ 10(0,666 - P), & 0,555 < P < 0,666, \\ 0, & 0,666 \leq P \leq 1; \end{cases} \\
\mu_4(P) &= \begin{cases} 0, & 0 \leq P \leq 0,555, \\ 10(P - 0,555), & 0,555 < P < 0,666, \\ 1, & 0,666 \leq P \leq 0,777, \\ 10(0,888 - P) & 0,777 < P < 0,888, \\ 0, & 0,888 \leq P \leq 1; \end{cases} \\
\mu_5(P) &= \begin{cases} 0, & 0 \leq P \leq 0,777, \\ 10(P - 0,777), & 0,777 < P < 0,888, \\ 1, & 0,888 \leq P \leq 1. \end{cases}
\end{aligned} \tag{2.4}$$

Применение системы (2.4) представлено в виде таблицы 2.3.

Таблица 2.3 – Правило определения уровня инвестиционной привлекательности субъекта хозяйствования

Интервал значений P	Классификация уровня инвестиционной привлекательности	Степень оценочной уверенности (функция принадлежности)
1	2	3
$0 \leq P \leq 0,111$	очень низкий	1
$0,111 < P < 0,222$	очень низкий	$\mu_1 = 10(0,222 - P)$
	низкий	$1 - \mu_1 = \mu_2$
$0,222 \leq P \leq 0,333$	низкий	1
$0,333 < P < 0,444$	низкий	$\mu_2 = 10(0,444 - P)$
	средний	$1 - \mu_2 = \mu_3$
$0,444 \leq P \leq 0,555$	средний	1
$0,555 < P < 0,666$	средний	$\mu_3 = 10(0,666 - P)$
	высокий	$1 - \mu_3 = \mu_4$
$0,666 \leq P \leq 0,777$	высокий	1

Окончание таблицы 2.3

$0,777 < P < 0,888$	высокий	$\mu_4 = 10(0,888 - P)$
	очень высокий	$1 - \mu_4 = \mu_5$
$0,888 \leq P \leq 1$	очень высокий	1

В итоге ранжируемые организации распределяются по уровням инвестиционной привлекательности.

Вторая составляющая предложенной методики – определение величины исходного инвестиционного потенциала организации как совокупности имеющихся финансовых ресурсов инвестиционной деятельности с учетом их возможной отдачи.

Российский ученый Е. Н. Мельтенисова [163] в качестве обобщающего показателя отдачи предлагает использовать применяемый в зарубежной практике коэффициент Тобина, аргументируя тем, что «коэффициент q -Тобина отражает инвестиционный потенциал компаний за счет сопоставления рыночной и балансовой стоимости активов. В случае если дополнительная единица активов увеличивает стоимость компании на величину большую, чем расходы на приобретение данных активов, то инвестиции компании можно считать эффективными» [63, с. 12]. Коэффициент Тобина применяется, в основном, в качестве меры интеллектуального капитала компаний. Вместе с тем широко распространена и другая точка зрения – использование данного коэффициента как обобщающей степени отдачи (полезности) активов для инвесторов, ориентированных на рост стоимости [66, 67, 68, 69].

Учитывая принятую в настоящем исследовании цель финансового управления инвестиционными процессами, будем принимать коэффициент Тобина в качестве меры отдачи активов при расчете максимально возможного объема финансовых ресурсов инвестиционной деятельности организации.

Классическое понимание коэффициента представляет собой отношение рыночной стоимости предприятия к стоимости замещения его активов. Но применение данного коэффициента на современном этапе экономического развития Республики Беларусь не представляется возможным из-за отсутствия объективной информации о рыночной стоимости организаций. Так, «рыночная стоимость представляет собой стоимость, по которой наиболее вероятно продавец объекта оценки согласен его продать, а покупатель объекта оценки согласен его приобрести» [70]. Рыночной стоимостью обладают предприятия, акции которых активно обращаются на рынке ценных бумаг и имеют признаваемые котировки, а также предприятия, с пакетами акций которых осуществлялись сделки между независимыми

покупателями и продавцами в условиях конкуренции и открытой информации о торгах [71]. В силу объективных причин акции большинства отечественных акционерных обществ никогда не торговались на вторичном рынке, а сделки по продаже предприятия единым имущественным комплексом носят единичный характер, что не позволяет сформировать необходимое информационное обеспечение.

В качестве альтернативы рыночной стоимости в расчете коэффициента Тобина рассмотрим два распространенных вида стоимостной оценки: инвестиционную и фундаментальную.

Так, инвестиционная стоимость – это стоимость объекта оценки, определяемая исходя из его доходности для конкретного лица при заданных инвестиционных целях [72]. Методы оценки и расчета инвестиционной стоимости объекта оценки выбираются оценщиком в зависимости от преимуществ и экономических выгод, получаемых инвестором от приобретения предприятия, и инвестиций, необходимых для осуществления инвестиционных целей [73].

Фундаментальная (внутренняя) стоимость – это стоимость, рассчитываемая независимыми оценщиками на субъективной основе, которая формируется под влиянием внутренних факторов компании-эмитента (стоимости его активов, текущего финансово-экономического положения и перспектив развития) [74]. Ученые отмечают, что «внутренняя стоимость как наиболее близкая к рыночной стоимости формируется под влиянием фактического состояния бизнеса предприятия и ожиданий перспектив его развития» [75].

Инвестиционная стоимость, как следует из определения, рассчитывается под инвестиционные цели конкретного инвестора. Кроме того, инвестиционная стоимость предприятия рассчитывается, как правило, в случаях предварительной оценки целесообразности покупки или продажи всего предприятия, что затрагивает только узкую часть операций по инвестированию. Таким образом, наиболее приемлемой в целях разработки методики финансового прогнозирования эффективности вложений капитала представляется категория «фундаментальная стоимость».

Используя в числителе показатель фундаментальной стоимости предприятия C_0 , предлагаем определять модифицированный коэффициент Тобина:

$$K_{\text{мод}} = \frac{C_0}{\bar{A}}, \quad (2.5)$$

где \bar{A} – среднегодовая стоимость активов предприятия.

Как отмечено выше, фундаментальная стоимость организации рассчитывается независимыми оценщиками. Для упрощения процедуры определения C_0 представим алгоритм ее расчета через показатель, позволяющий в наибольшей степени увязать фундаментальную и рыночную стоимость организации. Наиболее приемлемым для этих целей представляется показатель экономической добавленной стоимости (*EVA* – economic value added). По мнению известного американского финансового аналитика С. Ф. О’Берна, *EVA* в гораздо большей степени коррелирует с рыночной стоимостью компании, чем показатели прибыли [76].

Показатель *EVA* определяется по следующим эквивалентным формулам:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot IC, \quad (2.6)$$

$$EVA = (ROIC - WACC) \cdot IC, \quad (2.7)$$

где *NOPAT* – чистая операционная прибыль после уплаты налогов;

WACC – средневзвешенная стоимость капитала (в долях единицы);

IC – инвестированный капитал;

ROIC – рентабельность инвестированного капитала (в долях единицы), рассчитанная на основе *NOPAT* [77].

Взаимосвязь *EVA* с рыночной стоимостью находит свое отражение в моделях оценки стоимости компаний. В своей работе «Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов» А. Дамодаран приводит следующую формулу [78, с. 1155]:

Стоимость фирмы = инвестированный капитал + сумма дисконтированных в бесконечном периоде *EVA*, обусловленные инвестированным капиталом + сумма дисконтированных в бесконечном периоде *EVA* от будущих проектов. (2.8)

Полагая рациональным предположение о том, что будущие инвестиции (без учета внешних инвестиций) связаны, прежде всего, с поддержанием в актуальном состоянии ранее инвестированного капитала (использование которого, согласно концепции временной неограниченности функционирования хозяйствующего субъекта, предполагается в течение бесконечно длительного периода времени), считаем возможным в целях разработки методики при расчете стоимости предприятия без учета дополнительных инвестиций пренебречь последним слагаемым в формуле (2.8).

Тогда получим следующее выражение для расчета фундаментальной стоимости предприятия без учета дополнительных инвестиций на момент оценки (C_0):

$$C_0 = IC + \lim_{k \rightarrow \infty} \left(\sum_{t=1}^k \frac{EVA_t}{(1+r)^t} \right), \quad (2.9)$$

где EVA_t – экономическая добавленная стоимость в год t , формирующаяся при использовании имеющегося инвестированного капитала;

r – ставка дисконтирования.

Показатели EVA_t – постоянные величины, так как в целях оценки стоимости $ROIC$, $WACC$ и IC обычно принимаются неизменными. При таких условиях, основываясь на технике расчета дисконтированной суммы бесконечного денежного потока (перпетуитета), формула (2.9) принимает следующий вид:

$$C_0 = IC + \frac{EVA_t}{r}. \quad (2.10)$$

Используя формулу (2.10) с учетом общепринятого постулата финансового менеджмента о том, что средневзвешенная стоимость капитала является наиболее приемлемой ставкой дисконтирования (то есть $r = WACC$), получим следующее выражение:

$$C_0 = IC + \frac{(ROIC - WACC) \cdot IC}{WACC}. \quad (2.11)$$

После алгебраических преобразований получим окончательную формулу для C_0 :

$$\begin{aligned} C_0 &= IC + \frac{ROIC}{WACC} \cdot IC - \frac{WACC}{WACC} \cdot IC, \\ C_0 &= IC \cdot \frac{ROIC}{WACC}. \end{aligned} \quad (2.12)$$

При этом расчет величин IC и $NOPAT$ при необходимости осуществляется с учетом корректировок, предусмотренных методикой расчета показателя EVA [77, 79, 80].

Искомая величина исходного инвестиционного потенциала организации определяется как произведение общего объема денежных средств, направленных на осуществление инвестиционной деятельности в отчетном периоде, на модифицированный коэффициент Тобина, рассчитываемый по формуле (2.5).

Предложенная методика позволяет сформировать информационный базис о фактически использованных финансовых ресурсах в инвестиционной деятельности, о максимально возможном объеме таких ресурсов и в целом о конкурентной позиции организации на инвестиционном рынке.

2.2 Методика финансового прогнозирования эффективности вложений капитала

Для решения поставленной задачи финансового управления инвестиционными процессами на стадии формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности (см. таблицу 1.2) в соответствии с установленными требованиями к инструментарию ее решения (см. рисунок 1.4) необходимо разработать методику, позволяющую определить «дальнейшее положение исследуемого объекта, предопределенное воздействием инвестиционных процессов» [56].

Поскольку в данном направлении исследования инвестиционного потенциала на микроуровне не получили развития и учитывая высокую зависимость инвестиционного потенциала на стадии формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности от уровня инвестиционной привлекательности организации, рассмотрим существующее методическое обеспечение оценки инвестиционной привлекательности, основанное на прогнозировании будущего состояния организации.

Некоторые исследователи предлагают определять инвестиционную привлекательность предприятия, базируясь на принципах динамической оценки, путем построения прогноза его будущего состояния (стоимости) и сопоставления с текущим состоянием (стоимостью). Так, Н. В. Смирнова для оценки инвестиционной привлекательности предлагает рассчитывать соотношение внутренней стоимости предприятия (с учетом его развития) и его рыночной стоимости, выраженное в процентах [81, с. 12]. Превышение числителя над знаменателем будет свидетельствовать о недооцененности предприятия рынком и привлекательности предприятия для потенциального инвестора. При расчете внутренней стоимости предприятия суммируется стоимость имущества предприятия по балансу, дисконтированная чистая прибыль за 5 лет (рассчитанная с учетом резервов роста рентабельности собственного капитала, эффекта финансового рычага и скорректированная на

коэффициент риска) и вычитается величина обязательств. Рыночную стоимость предприятия предлагается рассчитывать как стоимость чистых активов, скорректированную на поправочный коэффициент, который учитывает экономико-географические, финансово-экономические и технологические факторы [81, с. 16].

Несмотря на оригинальный авторский подход методика Н. В. Смирновой не лишена недостатков, в частности произвольно принимаются ставка дисконтирования и период дисконтирования. Поправочный коэффициент стоимости чистых активов предлагается рассчитывать с помощью экспертных оценок, что существенно снижает объективность оценки рыночной стоимости. Кроме того, резервы роста рентабельности собственного капитала и эффекта финансового рычага в методике не связаны с объемом и способом привлечения внешних инвестиционных ресурсов.

Методика Р. А. Ростиславова основана на расчете коэффициента инвестиционной привлекательности путем сопоставления будущей (прогнозной) и начальной стоимости предприятия [82, с. 12]. Однако стоимость предприятия в данной методике некорректно подменяется произведением взвешенной суммы отдельных факторных показателей (рентабельности производства, коэффициента Альтмана и доли предприятия на рынке) на балльную оценку качества менеджмента на базе функциональной модели экспертной оценки менеджмента университета Шеффилд Халлам по 25 критериям и 4-балльной шкале.

Таким образом, рассмотренной методике присущи следующие недостатки:

- использование экспертных оценок;
- применение пятифакторной модели Альтмана, которая была разработана совершенно в других условиях и в настоящее время не может быть принята для прогнозирования финансового состояния предприятий в условиях переходной экономики;
- не учитывается объем и способ привлечения внешних финансовых ресурсов.

Все большее развитие получают методики оценки инвестиционной привлекательности с использованием принципов VBM (Value-based management – управление, направленное на создание стоимости) Так, С. Д. Лозовой, опираясь на концепцию VBM, предлагает рассчитывать показатель инвестиционной привлекательности на основе оценки стоимости реальных опционов с использованием модели Блэка – Шоулза [83, с. 11]. Сам показатель (коэффициент) инвестиционной привлекательности рассчитывается по формуле

$$K = \frac{C_1}{C_0} - 1, \quad (2.13)$$

где C_1 – будущая стоимость предприятия;

C_0 – фактическая стоимость предприятия.

По С. Д. Лозовому, «...в том случае, если показатель инвестиционной привлекательности меньше 0, предприятие следует считать не привлекательным, поскольку вкладываемые средства не способствуют развитию бизнеса, а лишь участвуют в разрушении имеющейся стоимости без соответствующей отдачи...» [83, с. 12]. Однако применение предложенной автором методики на практике требует очень многих допущений, что ставит под сомнение объективность расчета величин C_1 и C_0 и достоверность полученных результатов.

Таким образом, в рамках динамического стоимостного подхода разработан ряд заслуживающих внимания методик оценки инвестиционной привлекательности предприятий, однако в них имеются существенные концептуальные и методические недостатки. Кроме того, большинство методик построено с учетом интересов только потенциального инвестора, в них не учитывается объем привлекаемых финансовых ресурсов, условия и финансовые последствия их привлечения для предприятия-реципиента.

С учетом обозначенной в исследовании цели финансового управления формированием и использованием инвестиционного потенциала организации (повышение стоимости организации с обеспечением дополнительных финансовых потоков) и принятого подхода в оценке исходного инвестиционного потенциала (на основе фундаментальной стоимости) представляется целесообразным разработать методику прогнозирования фундаментальной стоимости с учетом влияния на нее дополнительных финансовых потоков инвестиций.

Принимая во внимание формулу для расчета C_0 (2.12), считаем возможным применить аналогичный подход и для расчета прогнозируемой фундаментальной стоимости. Так, показатель *EVA* применяется для оценки эффективности деятельности предприятия с позиции его собственников, которые считают, что деятельность предприятия имеет для них положительный результат в случае, если предприятию удалось заработать больше, чем составляет доходность альтернативных вложений [77]. Российский экономист Е. Ларионова рассматривает три варианта взаимоотношений значения показателя *EVA* с поведением собственников:

1. $EVA = 0$, то есть $WACC = ROIC$ и рыночная стоимость предприятия равна балансовой стоимости чистых активов. В этом случае рыночный

выигрыш собственника при вложении в данное предприятие равен нулю, поэтому он равно выигрывает, продолжая операции в данном предприятии или вкладывая средства в банковские депозиты.

2. $EVA > 0$ означает прирост рыночной стоимости предприятия над балансовой стоимостью чистых активов, что стимулирует собственников к дальнейшему вложению средств в предприятие.

3. $EVA < 0$ ведет к уменьшению рыночной стоимости предприятия. В этом случае собственник теряет вложенный в предприятие капитал за счет потери альтернативной доходности [77].

Из представленной интерпретации видна взаимосвязь между показателя с инвестиционной привлекательностью предприятия и его инвестиционным потенциалом. Основываясь на этом, О. Ю. Толкаченко рассматривает целесообразность применения показателя EVA в индикативной методике оценки инвестиционной привлекательности предприятий на последнем ее этапе [80]. Однако автор подчеркивает, что «зная величину инвестиций, необходимых для развития фирмы, далее важно определить, насколько дорого будут ей стоить привлеченные средства и какой прирост к рыночной стоимости фирмы эти инвестиции обеспечат. Поэтому целесообразно рассчитать добавленную экономическую стоимость» [80], но приводит только общие формулы расчета EVA . Кроме того, индикативную методику оценки инвестиционной привлекательности предлагается использовать только для собственников.

Вместе с тем считаем возможным применение показателя EVA и для оценки инвестиционного потенциала со стороны кредитных инвесторов. На наш взгляд, этот показатель в полной мере отражает достижение финансовых целей инвесторов (которые получают свое количественное выражение через средневзвешенную стоимость капитала), менеджеров и иных наемных работников – носителей человеческого капитала предприятия-реципиента. Положительное значение EVA , с одной стороны, стимулирует их к более эффективной деятельности, с другой – способствует росту стоимости предприятия, что является стратегической целью всех категорий инвесторов.

В целях финансового прогнозирования эффективности вложений капитала расчет C_0 представляется целесообразным дополнить расчетом C_1 (ожидаемой фундаментальной стоимости предприятия с учетом объема и способа финансирования дополнительных инвестиций). При расчете C_1 приняты во внимание два возможных варианта:

- финансовые ресурсы инвестиционной деятельности могут быть преобразованы в активы в течение кратковременного периода (до следующего отчетного года), тогда (с учетом ранее сделанных в формуле

(2.9) предположений) формула для расчета C_1 будет выглядеть следующим образом:

$$C_1 = IC + \frac{(ROIC^* - WACC^*) \cdot (IC + \Delta I)}{WACC^*} = IC + \left(\frac{ROIC^*}{WACC^*} - 1 \right) \cdot (IC + \Delta I) =$$

$$= IC \frac{ROIC^*}{WACC^*} + \Delta I \cdot \left(\frac{ROIC^*}{WACC^*} - 1 \right), \quad (2.14)$$

где ΔI – дополнительный объем инвестиционных вложений;

$ROIC^*$ – рентабельность инвестированного капитала с учетом эффекта от дополнительных инвестиций;

$WACC^*$ – средневзвешенная стоимость капитала с учетом объема, условий и форм привлечения финансовых ресурсов инвестиционной деятельности;

- финансовые ресурсы инвестиционной деятельности могут быть преобразованы в активы в течение долговременного периода (более одного года), тогда

$$C_1 = IC + \sum_{t=1}^n \frac{(ROIC_t - WACC_t)(IC + \Delta I cum_t)}{(1 + WACC_t)^t} + \frac{(\frac{ROIC_n}{WACC_n} - 1)(IC + \Delta I)}{(1 + WACC_n)^n}, \quad (2.15)$$

где $ROIC_t$ – рентабельность инвестированного капитала, складывающаяся на t -й год освоения внешних инвестиционных ресурсов, $t = \overline{1, n}$;

$WACC_t$ – средневзвешенная стоимость капитала, складывающаяся на t -й год освоения внешних инвестиционных ресурсов, $t = \overline{1, n}$;

$\Delta I cum_t$ – накопленная сумма внешних инвестиционных ресурсов к концу года t , $t = \overline{1, n}$, $\Delta I cum_n = \Delta I$;

$ROIC_n$ – рентабельность инвестированного капитала по окончании инвестиционного периода с учетом полной отдачи от существующих и новых (созданных, приобретенных, модернизированных в результате осуществления внешних инвестиций) активов предприятия (аналогично $ROIC^*$ в первом варианте расчета C_1);

$WACC_n$ – средневзвешенная стоимость капитала в последний год инвестиционного периода с учетом объема, условий и формы привлечения внешних инвестиционных ресурсов (аналогично $WACC^*$ в первом варианте расчета C_1);

n – продолжительность периода преобразования инвестиционных

вложений в активы (инвестиционного периода);

t – порядковый номер года с начала внешнего инвестирования, $t = \overline{1, n}$.

Следует отметить, что в некоторые годы t инвестиционного периода рентабельность инвестированного капитала $ROIC_t$ может быть и ниже стоимости привлекаемого капитала в этом же периоде ($WACC_t$). В особенности это характерно для значительных внешних кредитных инвестиций.

Применение в представленной методике показателя EVA сопряжено с необходимостью осуществления определенных корректировок. Так, при расчете $NOPAT$ необходимо из чистой прибыли вычесть как минимум проценты по кредитам, относимые на финансовую деятельность организации.

При этом обязательно учитывать, что согласно [84] в первоначальную стоимость основных средств на момент ввода в эксплуатацию включаются проценты по кредитам и займам. Кроме того, проценты по кредитам и займам, полученным на приобретение или создание инвестиционных активов (выплачиваемые после ввода основных средств в эксплуатацию), могут быть в соответствии с принятой учетной политикой организации отнесены в конце года на увеличение стоимости этих активов [85, 86].

Вместе с тем дискуссионным является вопрос, нужно ли вычитать из общей суммы активов организации при расчете величины IC так называемые беспроцентные обязательства («беспроцентную текущую кредиторскую задолженность» [87]) и корректировать ли $NOPAT$ на сумму платежей по ним. В зарубежной концепции финансового менеджмента кредиторская задолженность не рассматривается в качестве источника финансирования за исключением отсрочки платежа, оформленной векселями. Например, В.В. Ковалев утверждает, что в условиях переходной экономики при наличии существенных взаимных неплатежей «цена кредиторской задолженности определяется характером выплат по каждой статье кредиторской задолженности» [87].

Таким образом, в целях применения разрабатываемой методики считаем необходимым при расчете $NOPAT$ корректировать чистую прибыль на величину всех перечисленных процентных платежей и платежей на поддержание кредиторской задолженности. Формула для расчета $NOPAT$ будет выглядеть следующим образом:

$$NOPAT = NP + I, \quad (2.16)$$

где NP – чистая прибыль;

I – проценты по кредитам (в составе расходов по финансовой

деятельности и относимые на стоимость инвестиционных активов) и плата на поддержание кредиторской задолженности (из прочих расходов по текущей деятельности).

Тогда рентабельность инвестированного капитала в расчете C_0 определяется по формуле

$$ROIC = \frac{NOPAT}{IC}. \quad (2.17)$$

В расчете C_1 при кратковременном периоде преобразования инвестиционных вложений в активы рентабельность инвестированного капитала определяется по формуле

$$ROIC^* = \frac{NOPAT^*}{IC + \Delta I}, \quad (2.18)$$

где $NOPAT^*$ – величина показателя $NOPAT$, достигаемая в результате полного освоения инвестиций.

При долговременном периоде преобразования

$$ROIC_n = \frac{NOPAT_n}{IC + \Delta I_{cum_t}}, \quad (2.19)$$

где $NOPAT_n$ – величина показателя $NOPAT$, достигаемая в результате полного освоения инвестиций.

При расчете с точки зрения эффекта «налогового щита» выплаты по обеспечению использования в деятельности предприятия требуемой суммы долгосрочных и краткосрочных обязательств представляется целесообразным разделить на две группы: учитываемые в соответствии с действующим законодательством при налогообложении прибыли (Π_y) и не учитываемые при налогообложении прибыли (Π_n). Тогда предлагаемая формула расчета WACC будет следующей:

$$WACC = \frac{D}{СК} \cdot \frac{СК}{СК + ДО + КО} + \frac{(1 - СНП)\Pi_y + \Pi_n}{ДО + КО} \cdot \frac{ДО + КО}{СК + ЗК + КО} =$$

$$\frac{D \cdot СК}{СК(СК + ДО + КО)} + \frac{[(1 - СНП)\Pi_y + \Pi_n](ДО + КО)}{(ДО + КО)(СК + ДО + КО)} = \frac{D + (1 - СНП)\Pi_y + \Pi_n}{СК + ДО + КО}, \quad (2.20)$$

где D – сумма годовых дивидендных и приравненных к ним выплат;

Π_y – выплаты по обеспечению использования в деятельности

предприятия долгосрочных и краткосрочных обязательств, учитываемые при налогообложении прибыли;

Π – выплаты по обеспечению использования в деятельности предприятия долгосрочных и краткосрочных обязательств, не учитываемые при налогообложении прибыли;

СК – среднегодовая величина собственного капитала;

ДО – среднегодовая величина долгосрочных обязательств;

КО – среднегодовая величина краткосрочных обязательств;

СНП – ставка налога на прибыль (в долях единицы).

Полагая неизменной средневзвешенную стоимость инвестированного капитала (IC), принятого в расчете C_0 , значение $WACC^*$ предлагается определять по формуле

$$WACC^* = \frac{WACC \cdot IC + CC_{\Delta I} \cdot \Delta I}{IC + \Delta I}, \quad (2.21)$$

где $CC_{\Delta I}$ – стоимость капитала (процентная ставка) на дополнительно инвестируемый капитал.

Аналогично определяется $WACC_n$ при длительном периоде преобразования инвестиционных вложений в активы.

Показатели рентабельности $ROIC^*$ и $ROIC_n$ предпочтительнее определять с учетом прогнозируемого изменения показателей финансово-хозяйственной деятельности предприятия с учетом осуществления дополнительных инвестиций.

Последний шаг методики – расчет коэффициента инвестиционной эффективности предприятия по формуле

$$K_{из} = \frac{C_1}{C_0}. \quad (2.22)$$

Очевидно, что в случае превышения C_1 над C_0 ($K_{из} > 1$) вложения капитала в предприятие можно обоснованно считать финансово целесообразными.

Однако такую интерпретацию значения данного коэффициента представляется необходимым расширить существенными дополнительными условиями (вытекающими из необходимости достижения неотрицательного значения показателя EVA):

- $ROIC^* > WACC^*$ – для первого варианта расчета C_1 ;
- $ROIC_n > WACC_n$ (с учетом покрытия отрицательных значений EVA в течение периода преобразования инвестиционных вложений в активы) – для

второго варианта расчета C_1 .

Принятие такого условия связано с тем, что если в расчете C_0 значение $ROIC$ существенно ниже $WACC$, возможна ситуация, когда превышение C_1 над C_0 будет достигаться даже при превышении прогнозной величины средневзвешенной стоимости капитала над ожидаемой рентабельностью инвестированного капитала. Но для роста стоимости предприятия (что способствует достижению целей инвесторов и иных заинтересованных сторон) ожидаемая рентабельность инвестированного капитала должна превышать средневзвешенную стоимость капитала.

Сказанное выше позволяет сформулировать условия эффективности вложений капитала в деятельность хозяйствующего субъекта:

- $K_{из} > 1$ при одновременном соблюдении неравенства $ROIC > WACC$ (в расчете C_0);
- $K_{из} > 1$ при одновременном соблюдении системы неравенств (2.23):

$$\left\{ \begin{array}{l} 0 < ROIC < WACC \text{ (в расчете } C_0\text{);} \\ ROIC^* > WACC^* \text{ (при кратковременном периоде освоения инвестиций);} \\ ROIC_n > WACC_n \text{ с учетом покрытия отрицательных значений } EVA \text{ в} \\ \text{течение инвестиционного периода (при долговременном периоде} \\ \text{освоения инвестиций).} \end{array} \right. \quad (2.23)$$

В иных случаях вложения в предприятие не будут финансово целесообразными, поскольку с учетом недостаточно эффективно используемого внешнего инвестирования его фундаментальная стоимость (в сравнении с величиной инвестированного капитала) будет снижаться.

Представленная методика финансового прогнозирования эффективности вложений капитала в предприятие позволяет проводить обоснованную оценку целесообразности инвестирования на окончательной стадии принятия решения инвестором.

В отличие от существующих методик, опирающихся на стоимостный подход и прогнозирование будущей стоимости предприятия, в разработанной методике обоснованы:

- целесообразность и необходимость применения показателя EVA в качестве индикатора, в наибольшей степени учитывающего достижение финансовых целей инвесторов, менеджеров и иных наемных работников – носителей человеческого капитала предприятия-реципиента;
- использование средневзвешенной стоимости капитала в качестве ставки дисконтирования на основе общепринятых постулатов финансового менеджмента [88, с. 48];

- исключение двойного учета процентов за пользование кредитами и займами;
- принятие горизонта расчета дисконтирования как бесконечного периода на основе общих положений определения инвестиционной стоимости предприятия и концепции временной неограниченности функционирования хозяйствующего субъекта;
- влияние дополнительно привлекаемых инвестиционных ресурсов на средневзвешенную стоимость капитала организации;
- учет взаимных финансовых интересов инвестора и предприятия-реципиента.

2.3 Методика группировки страховых организаций для повышения эффективности их инвестиционной деятельности

Общеизвестно, что масштабы инвестиционной деятельности оказывают влияние на структуру капитала и повышение эффективности деятельности предприятий (организаций). В основе организации страховой деятельности лежат теория вероятностей с использованием закона больших чисел, в связи с чем учет эффекта масштаба в приложении к такому предмету исследования является объективной необходимостью.

В настоящее время не существует исследований, позволяющих дифференцировать страховые организации в зависимости от масштаба их деятельности применительно к национальному страховому рынку. В этой связи весьма актуальной является разработка методики выявления ранговых различий и обоснования критериев группировки страховых организаций, позволяющая учесть влияние объемов страхового бизнеса на реализацию эффективного управления деятельностью страховых организаций [89, 90].

Методика выявления ранговых различий и обоснования критериев группировки страховых организаций включает три этапа:

- 1) идентификацию корреляционных взаимосвязей факторов, определяющих результативные показатели эффективности деятельности страховых организаций, предварительное деление организаций на группы;
- 2) ранжирование и выявление статистически значимых различий между группами страховых организаций по показателям оценки их финансово-хозяйственной деятельности;
- 3) обоснование критериев группировки страховых организаций.

Для идентификации факторов, определяющих результативные показатели эффективности деятельности страховых организаций, была исследована их корреляционная взаимосвязь с различными экономическими показателями. В их состав входили: абсолютные показатели деятельности;

показатели оценки эффективности и финансовой устойчивости страховых организаций согласно действующему законодательству Республики Беларусь; показатели оценки эффективности и финансовой устойчивости, представленные в современной экономической литературе по страхованию; авторские относительные показатели, представляющие собой различные комбинации абсолютных показателей финансово-хозяйственной деятельности страховых организаций. Корреляционный анализ проводился с вычислением критерия корреляции Пирсона и коэффициента ранговой корреляции Спирмена при заданном уровне $p < 0.05$.

По результатам проведенного анализа корреляционных взаимосвязей экономических показателей 15 страховых организаций Республики Беларусь при помощи методов сравнения и сопоставления были выявлены различия по степени корреляционных взаимосвязей между показателями. При этом выявленные различия по общности факторов, детерминирующих результативные показатели, разделили страховые организации на две группы (таблица 2.3)

Таблица 2.3 – Результаты выявленных различий корреляционных взаимосвязей показателей между группами страховых организаций

Результативные и факторные признаки	Значение коэффициента корреляции	
	1-я группа	2-я группа
1	2	3
Показатель эффективности страховых операций с факторами:		
– коэффициент достаточности страховых резервов (на основании страховых выплат), нетто;	Более 0,5	Менее 0,5
– коэффициент соотношения страховых взносов по операциям прямого страхования (сострахования) к сумме страховых взносов по рискам, принятым в перестрахование;	Более 0,5	Менее 0,5
– коэффициент соотношения комиссионного вознаграждения и тантьем по рискам, принятым в перестрахование к страховым взносам по операциям прямого страхования (сострахования);	Более 0,5	Менее 0,5
– коэффициент соотношения прибыли (убытка) от операций прямого страхования (сострахования) к прибыли (убытку) от операций активного перестрахования;	Более 0,7	Менее 0,7
– коэффициент соотношения прибыли (убытка) от страховых операций к прибыли (убытку) от операций активного перестрахования;	Более 0,7	Менее 0,7
– коэффициент соотношения общей суммы полученных страховых взносов к страховым взносам по рискам, принятым в перестрахование;	Менее 0,5	Более 0,5
– коэффициент соотношения комиссионного вознаграждения и тантьем по рискам, принятым в перестрахование к общей сумме страховых взносов.	Менее 0,5	Более 0,5

Окончание таблицы 2.3

1	2	3
<p>Показатель эффективности операций активного перестрахования с факторами:</p> <ul style="list-style-type: none"> – коэффициент сбалансированности страхового портфеля по операциям активного перестрахования; – сумма выплат по операциям активного перестрахования на единицу сформированных страховых резервов по операциям активного перестрахования; – коэффициент достаточности страховых резервов по операциям активного перестрахования (на основании взносов). 	<p>Более 0,7 </p> <p>Более 0,7 </p> <p>Более 0,5 </p>	<p>Менее 0,7 </p> <p>Менее 0,7 </p> <p>Менее 0,5 </p>
<p>Показатель эффективности операций пассивного перестрахования с факторами:</p> <ul style="list-style-type: none"> – коэффициент соотношения страховых взносов по рискам, принятым в перестрахование к страховым взносам по рискам, переданным в перестрахование; – коэффициент соотношения общей суммы полученных страховых взносов к страховым взносам по рискам, принятым в перестрахование; – коэффициент соотношения страховых взносов по операциям прямого страхования (сострахования) к сумме страховых взносов по рискам, принятым в перестрахование; – коэффициент соотношения комиссионного вознаграждения и тантьем по рискам, принятым в перестрахование к комиссионному вознаграждению и тантьеме по рискам, переданным в перестрахование; – коэффициент соотношения прибыли (убытка) от операций пассивного перестрахования к прибыли (убытку) от операций активного перестрахования. 	<p>Более 0,5 </p> <p>Более 0,5 </p> <p>Более 0,5 </p> <p>Более 0,5 </p> <p>Более 0,5 </p>	<p>Менее 0,5 </p> <p>Менее 0,5 </p> <p>Менее 0,5 </p> <p>Менее 0,5 </p> <p>Менее 0,5 </p>

В первую группу вошли 7 страховых организаций, во-вторую – 8 (таблица 2.4).

Таблица 2.4 – Результаты деления страховых организаций на группы

Страховая организация	Номер группы
<p>БРУСП «Белгосстрах», ЗАСО «Белнефтестрах», ЗАСО «Таск», СООО «Белкоопстрах», ЗАО «Страховая компания «Белросстрах», БРУП экспортно-импортного страхования «Белэксимгарант», ЗАСО «Промтрансинвест»</p>	1-я группа
<p>УСП «Белвнешстрах», ЗСАО «Ингосстрах», ОАСО «Би энд Би иншуренс Ко», ЗАСО «Аснова страхование», ЗАСО «Гарантия», ЗАСО «КЕНТАВР», СБА ЗАСО «Купала», ЗАО «СК «ЭРГО»</p>	2-я группа

Для ранжирования и выявления статистически значимых различий между группами страховых организаций по показателям были использованы:

U-критерий Манна-Уитни, критерий Колмогорова-Смирнова. Для обоснования различий были использованы только те показатели, которые подтвердились в указанных методиках. По большинству исследуемых показателей были выявлены статистически значимые различия с уровнем «р-значение < 0.0001», что свидетельствует о высокой достоверности полученных результатов. На данном этапе было исследовано 223 показателя, характеризующих деятельность страховой организации.

В таблице 2.5 представлены основные результаты выявленных статистически значимых различий по U-критерию Манна-Уитни между группами страховых организаций по показателям, отражающим уровень капитализации, состав капитала и обязательств страховых организаций.

Таблица 2.5 – Результаты выявленных статистически значимых различий между группами страховщиков по показателям, отражающим уровень капитализации, состав капитала и обязательств страховых организаций (U-критерий Манна-Уитни)

Показатель	Суммарный ранг – 1-я группа	Суммарный ранг – 2-я группа	Уровень р - значения
1	2	3	4
Уставный капитал (УК)	2 495,0	1 421,0	0,000000
Собственный капитал (СК)	2 506,0	1 410,0	0,000000
Собственный и приравненный к нему капитал (гарантированный капитал, СКП1)	2 655,0	1 261,0	0,000000
Активы страховой организации (А)	2 655,0	1 261,0	0,000000
Инвестиционные активы (ИА)	2 644,0	1 272,0	0,000000
Наиболее ликвидные активы (А1)	2 686,0	1 230,0	0,000000
Страховые резервы, нетто (СР _{нетто})	2 718,0	1 198,0	0,000000
Резервы убытков, нетто (РУ _{нетто})	2 738,0	1 178,0	0,000000
Резерв незаработанной премии, нетто (РНП _{нетто})	2 682,0	1 234,0	0,000000
Доля перестраховщиков в страховых резервах (СР _{пп})	2 262,0	1 141,0	0,000000
Доля перестраховщиков в резервах убытков (РУ _{пп})	2 280,0	1 123,0	0,000000
Доля перестраховщиков в резерве незаработанной премии (РНП _{пп})	2 208,0	1 195,0	0,000000
Отчисления в фонд предупредительных (превентивных) мероприятий, гарантийные фонды и иные фонды, образованные в соответствии с законодательством	2 602,0	1 314,0	0,000000

Исследуя суммарные ранги, можно отметить, что почти по всем

выявленным различиям значения рангов первой группы в среднем в 2 раза выше, чем во второй. Безусловно, такой уровень показателей является следствием развития видов страхования, широкого уровня охвата страхового поля, а также эффективной инвестиционной деятельности.

В таблице 2.6 представлены основные результаты выявленных статистически значимых различий по критерию Колмогорова-Смирнова между группами страховых организаций по показателям, отражающим уровень капитализации, состав капитала и обязательств страховых организаций.

Таблица 2.6 – Результаты выявленных статистически значимых различий между группами страховщиков по показателям, отражающим уровень капитализации, состав капитала и обязательств страховых организаций (критерий Колмогорова-Смирнова)

Показатель	Уровень р - значения	Среднее – 1-я группа	Среднее – 2-я группа
1	2	3	4
Уставный капитал (УК)	$p < .001$	125666714	3483475
Собственный капитал (СК)	$p < .001$	149981413	8721083
Собственный и приравненный к нему капитал (гарантированный капитал, СКП1)	$p < .001$	220557761	16514962
Активы страховой организации (А)	$p < .001$	232932714	18779083
Инвестиционные активы (ИА)	$p < .001$	200492449	15388975
Наиболее ликвидные активы (А1)	$p < .001$	78928138	10798129
Страховые резервы, нетто (СР _{нетто})	$p < .001$	61856250	6492081
Резервы убытков, нетто (РУ _{нетто})	$p < .001$	11916092	1435786
Резерв незаработанной премии, нетто (РНП _{нетто})	$p < .001$	11916092	1435786
Доля перестраховщиков в страховых резервах (СР _{пп})	$p < .001$	8674338	526396
Доля перестраховщиков в резервах убытков (РУ _{пп})	$p < .001$	3078486	172862
Доля перестраховщиков в резерве незаработанной премии (РНП _{пп})	$p < .001$	5595852	353534
Отчисления в фонд предупредительных (превентивных) мероприятий, гарантийные фонды и иные фонды, образованные в соответствии с законодательством	$p < .001$	3461382	106362

Как видно из таблицы 2.6, в первой группе среднее значение показателей, отражающих размер уставного и собственного капитала примерно в 40 раз больше, чем во второй группе. Такое превышение

свидетельствует о большей способности и с меньшими рисками принимать на страхование крупные риски. Одновременно, в части средних значений показателей отражающих объем принятых страховых обязательств, показатели первой группы, хотя и больше значений показателей второй группы, но в меньшее число раз.

Далее в таблице 2.7 представлены основные результаты выявленных статистически значимых различий по U-критерию Манна-Уитни между группами страховых организаций по финансовым результатам их деятельности.

Таблица 2.7 – Результаты выявленных статистически значимых различий между группами страховщиков по финансовым результатам их деятельности (U-критерий Манна-Уитни)

Показатель	Суммарный ранг – 1-я группа	Суммарный ранг – 2-я группа	Уровень р - значения
1	2	3	4
Прибыль (убыток) от инвестиционной деятельности (П (У) _{инв})	2 316,0	1 600,0	0,000003
Прибыль (убыток) от финансовой деятельности (П (У) _{фин})	2 467,0	1 449,0	0,000000
Прибыль (убыток) от операций пассивного перестрахования (П _{пп})	1 019,0	2 384,0	0,000000
Прибыль (убыток) до налогообложения (П (У) _{общ.})	2 526,0	1 390,0	0,000000
Чистая прибыль (ЧП)	2 496,0	1 420,0	0,000000
Страховые взносы (страховые премии) полученные, брутто (Р _{брутто})	2 682,0	1 234,0	0,000000
Оплаченные убытки (страховые выплаты), брутто (Q _{брутто})	2 597,0	1 319,0	0,000000
Доля перестраховщиков в убытках (страховых выплатах) (Q _{пп})	2134,0	1269,0	0,000005
Доходы, всего (Д _{общ})	2 661,0	1 255,0	0,000000
Доходы от страховых операций (Д _{со})	2 661,0	1 255,0	0,000000
Доходы от страховой деятельности (Д _{сд})	2 655,0	1 261,0	0,000000
Доходы от инвестиционной деятельности (Д _{инв})	2 181,0	1 735,0	0,000654
Доходы от финансовой деятельности (Д _{фин})	2 460,0	1 456,0	0,000000
Комиссионное вознаграждение и танъемы по рискам, переданным в перестрахование (КВТ _{пп})	2154,0	1249,0	0,000002
Себестоимость страховых операций (СС _{со})	2 665,0	1 251,0	0,000000
Расходы на ведение дела (РВД _{общ})	2 686,0	1 230,0	0,000000
Комиссионное вознаграждение и танъемы по рискам, принятым в перестрахование (КВТ _{пр})	1922,0	1481,0	0,014715

Окончание таблицы 2.7

Расходы по страховой деятельности (Расх _{сд})	2 660,0	1 256,0	0,000000
Расходы по финансовой деятельности (Расх _{фин})	2 225,0	1 691,0	0,000143
Расходы, всего (Расх _{общ})	2 642,0	1 274,0	0,000000
Рентабельность операций пассивного перестрахования, по расходам (П _{пп} /Расх _{пп})	1 428,0	1 975,0	0,031228
Рентабельность операций пассивного перестрахования, по доходам – рентабельность продаж (П _{пп} /КВТ _{пп})	1 153,0	2 250,0	0,000001
Доходность активов, % (Д/А)	1 265,0	2 651,0	0,000009
Доходность инвестиционных активов и средств на счетах, % (Д/(ИА+ДС))	1 376,5	2 539,5	0,000593

Как видно из таблицы 2.7, полученные результаты также характеризуются высоким уровнем достоверности. Отметим, несмотря на значительные различия полученных сумм доходов и расходов от страховой деятельности (в первой группе они выше), размеры прибыли (убытка) от страховой деятельности и прибыли (убытка) от страховых операций находятся в одинаковом интервале (не выявлены статистически значимые различия между группами страховщиков).

В таблице 2.8 представлены основные результаты выявленных статистически значимых различий по критерию Колмогорова-Смирнова между группами страховых организаций по финансовым результатам их деятельности.

Таблица 2.8 – Результаты выявленных статистически значимых различий между группами страховщиков по финансовым результатам их деятельности (критерий Колмогорова-Смирнова)

Показатель	Уровень р - значения	Среднее – 1-я группа	Среднее – 2-я группа
1	2	3	4
Прибыль (убыток) от инвестиционной деятельности (П (У) _{инв})	p < .001	7825013	1067283
Прибыль (убыток) от финансовой деятельности (П (У) _{фин})	p < .001	7369314	994730
Прибыль (убыток) от операций пассивного перестрахования (П _{пп})	p < .001	-6372704	-714936
Прибыль (убыток) до налогообложения (П (У) _{общ.})	p < .001	13276333	2166798
Чистая прибыль (ЧП)	p < .001	9330220	1630815

Окончание таблицы 2.8

Страховые взносы (премии) полученные, брутто ($P_{\text{брутто}}$)	$p < .001$	91315696	12809955
Оплаченные убытки (страховые выплаты), брутто ($Q_{\text{брутто}}$)	$p < .001$	45885749	7008172
Доля перестраховщиков в убытках (страховых выплатах) ($Q_{\text{пп}}$)	$p < .001$	1012715	313336
Доходы, всего ($D_{\text{общ}}$)	$p < .001$	272283216	20822810
Доходы от страховых операций ($D_{\text{со}}$)	$p < .001$	85330371	12647253
Доходы от страховой деятельности ($D_{\text{сд}}$)	$p < .001$	90590733	13697304
Доходы от инвестиционной деятельности ($D_{\text{инв}}$)	$p < .001$	157272060	2212861
Доходы от финансовой деятельности ($D_{\text{фин}}$)	$p < .001$	16774401	4413685
Комиссионное вознаграждение и тантьемы по рискам, переданным в перестрахование ($КВТ_{\text{пп}}$)	$p < .001$	446958	129722
Себестоимость страховых операций ($СС_{\text{со}}$)	$p < .001$	86086601	12777474
Расходы на ведение дела ($РВД_{\text{общ}}$)	$p < .001$	22847929	4040969
Комиссионное вознаграждение и тантьемы по рискам, принятым в перестрахование ($КВТ_{\text{пр}}$)	$p < .025$	127772	113757
Расходы по страховой деятельности ($Расх_{\text{сд}}$)	$p < .001$	89774494	13407630
Расходы по финансовой деятельности ($Расх_{\text{фин}}$)	$p < .005$	9405087	3418955
Расходы, всего ($Расх_{\text{общ}}$)	$p < .001$	258864372	18656012
Рентабельность операций пассивного перестрахования, по расходам – ($\Pi_{\text{пп}}/Расх_{\text{пп}}$)	$p < .01$	-0,7660	-0,46
Доходность активов, % ($Д/А$)	$p < .001$	14	10
Рентабельность операций пассивного перестрахования, по доходам – ($\Pi_{\text{пп}}/КВТ_{\text{пп}}$)	$p < .001$	-15,2451	-7,16
Доходность инвестиционных активов и средств на счетах, % ($Д/(ИА+ДС)$)	$p < .001$	25	13

Полученные результаты по показателям рентабельности (в страховых организациях первой группы они ниже, чем во второй) позволяют утверждать: при оценке эффективности деятельности конкретной страховой организации необходимо не просто сравнивать показатели со среднеотраслевыми, но и учитывать уровень капитализации организации.

В первой группе суммарный ранг по большинству абсолютных финансовых результатов деятельности в среднем в полтора раза выше, чем во второй. Исключение составляет только показатель «прибыль (убыток) от операций пассивного перестрахования» – он более чем в 2 раза ниже в первой группе. Такая разница сумм прибыли от операций пассивного перестрахования объясняется более низким уровнем охвата страхованием второй группы страховщиков и, как следствие, необходимостью передачи

рисков в перестрахование для выравнивания убыточности страхового портфеля.

Помимо представленных выше показателей данной группы были выявлены статистически значимые различия еще по 19 составным элементам рассмотренных показателей:

- страховые премии по рискам, переданным в перестрахование, брутто;
- страховые взносы (страховые премии) по рискам, принятым в перестрахование, брутто;
- страховые взносы (страховые премии) по прямому страхованию (сострахованию), брутто;
- страховое обеспечение (возмещение) по договорам прямого страхования (сострахования);
- доходы от операций прямого страхования и сострахования;
- доходы от операций активного перестрахования;
- доходы от операций пассивного перестрахования;
- комиссионное вознаграждение и тантьемы по рискам, переданным в перестрахование;
- расходы по операциям прямого страхования и сострахования;
- расходы по операциям пассивного перестрахования и др.

Интересным является факт, что по показателю «расходы по инвестиционной деятельности» не было выявлено статистически значимых различий, соответственно, можно сделать вывод: данная статья расходов по сути является условно-постоянной, т.е. не зависит от объема размещаемых на финансовом рынке инвестиционных ресурсов страховой организации.

Далее в таблице 2.9 представлены основные результаты выявленных статистически значимых различий по U-критерию Манна-Уитни между группами страховых организаций по относительным показателям, характеризующим различные стороны финансово-хозяйственной деятельности страховщиков.

Таблица 2.9 – Результаты выявленных статистически значимых различий между группами страховщиков по относительным показателям, характеризующим различные стороны финансово-хозяйственной деятельности страховщиков (U-критерий Манна-Уитни)

Показатель	Суммарный ранг – 1-я группа	Суммарный ранг – 2-я группа	Уровень р - значения
Норматив достаточности собственного капитала (Дост _{ск-НБФ})	1 475,0	2 441,0	0,010231

Окончание таблицы 2.9

Доля собственного капитала в заработанной страховой премии, нетто (СК/Р _з)	1 401,5	2 514,5	0,001312
Норматив текущей ликвидности (Л _{т-НБФ})	1 334,5	2 581,5	0,000138
Коэффициент абсолютной ликвидности (К _{ал})	1 521,5	2 394,5	0,029796
Уровень покрытия страховых резервов наиболее ликвидными активами (У _{пс})	1 378,0	2 538,0	0,000633
Коэффициент финансовой устойчивости (К _{фу})	1 800,0	2 116,0	0,013533
Отношение наиболее ликвидных активов к сумме резерва убытков	1 326,0	2 590,0	0,000103
Коэффициент текущей деловой активности (К _{тда})	257,0	68,0	0,036617
Коэффициент инвестиционной деловой активности (К _{ида})	162,5	62,5	0,000178
Соответствие инвестиционных активов и средств на счетах объему обязательств (ИА/О)	1 466,0	2 450,0	0,008151
Соответствие инвестиционных активов объемам страховых резервов и собственного капитала (ИА/СК)	1 460,5	2 455,5	0,006982
Размер прибыли от инвестиционной деятельности на единицу страховых резервов с учетом перестрахования (П _{инв} /Ср _{нетто})	1367,0	2549,0	0,000440
Сумма полученных страховых взносов (страховых премий) с учетом перестрахования на единицу собственного капитала (Р _{нетто} /СК)	2 122,0	1 794,0	0,003865
Уровень расходов на ведение дела (РВД _{общ} /Р _{брутто})	1 382,0	2 534,0	0,000721
Сумма страховых взносов на единицу расходов на ведение дела (Р _{брутто} /РВД _{общ})	2 178,0	1 738,0	0,000721
Доля резервов убытков с учетом перестрахования в страховых резервах с учетом перестрахования (РУ _{нетто} / СР _{нетто})	2170,5	1745,5	0,000902
Доля резерва незаработанной премии с учетом перестрахования в страховых резервах с учетом перестрахования (РНП _{нетто} / СР _{нетто})	1237,5	2678,5	0,000003
Доля доходных вложений в материальные активы в инвестиционных активах (ВМА/ИА)	416,0	665,0	0,026105

Как видно из таблицы 2.9, в первой группе значения большинства показателей ниже, чем во второй, что противоположно значениям абсолютных показателей финансово-хозяйственной деятельности.

Далее в таблице 2.10 представлены основные результаты выявленных статистически значимых различий по критерию Колмогорова-Смирнова между группами страховых организаций по относительным показателям, характеризующим различные стороны финансово-хозяйственной деятельности страховщиков.

По данным таблиц 2.9, 2.10 рассмотрим наиболее интересные различия данной группы показателей с позиции их влияния на формирование финансовых результатов деятельности.

Таблица 2.10 – Результаты выявленных статистически значимых различий между группами страховщиков по относительным показателям, характеризующим различные стороны финансово-хозяйственной деятельности страховщиков (критерий Колмогорова-Смирнова)

Показатель	Уровень р - значения	Среднее – 1 группа	Среднее – 2 группа
А	1	2	3
Норматив достаточности собственного капитала (Дост _{ТСК-НБФ}) [58]	$p < .01$	3	2
Доля собственного капитала в заработанной страховой премии, нетто (СК/Р _з)	$p < .001$	3	1
Норматив текущей ликвидности (Л _{Т-НБФ})	$p < .001$	1	2
Коэффициент абсолютной ликвидности (К _{ал})	$p < .025$	1	2
Уровень покрытия страховых резервов наиболее ликвидными активами (У _{пс})	$p < .05$	2	2
Коэффициент финансовой устойчивости (К _{фу})	$p < .05$	1	1
Отношение наиболее ликвидных активов к сумме резерва убытков	$p < .005$	5	13
Коэффициент инвестиционной деловой активности (К _{ида})	$p < .005$	1	39
Коэффициент текущей деловой активности (К _{тда})	$p < .025$	1	1
Соответствие объемов инвестиционных активов объему обязательств	$p < .025$	4	3
Соответствие суммы инвестиционных активов объемам страховых резервов и собственного капитала	$p < .01$	1	1
Размер прибыли от инвестиционной деятельности на единицу сформированных страховых резервов с учетом перестрахования (П _{инв} /СР _{нетто})	$p < .001$	0,0902	0,2
Сумма полученных страховых взносов (страховых премий) с учетом перестрахования на единицу собственного капитала (Р _{нетто} /СК)	$p < .001$	2,2305	1,5
Уровень расходов на ведение дела (РВД _{общ} /Р _{брутто})	$p < .005$	0,2841	0,330
Сумма полученных страховых взносов (страховых премий) на единицу расходов на ведение дела (Р _{брутто} /РВД _{общ})	$p < .005$	3,7078	3,1

Окончание таблицы 2.10

Доля резервов убытков с учетом перестрахования в страховых резервах с учетом перестрахования ($РУ_{\text{нетто}} / СР_{\text{нетто}}$)	$p < .001$	0,313418	0,23733
Доля доходных вложений в материальные активы в инвестиционных активах (ВМА/ИА)	$p < .005$	0,002580	0,13782
Доля резерва незаработанной премии с учетом перестрахования в страховых резервах с учетом перестрахования ($РНП_{\text{нетто}} / СР_{\text{нетто}}$)	$p < .001$	0,628990	0,76201

Во всех исследуемых страховых организаций значение коэффициента текущей ликвидности, отражающего какую часть текущих обязательств предприятие может погасить, мобилизовав все текущие активы [91, с. 453], значительно выше нормативного, т. е. для страховых организаций Республики Беларусь характерна избыточная ликвидность. Существуют разные точки зрения ее образования. Исследование условий функционирования страховых организаций Республики Беларусь позволило сделать вывод: основной причиной избыточной ликвидности белорусских страховых организаций является нехватка возможностей применения ликвидности с учетом допустимого уровня риска, что, в свою очередь, приводит к упущенной выгоде.

Анализ показал, белорусские страховые организации второй группы более активно используют в своей деятельности долгосрочные вложения, о чем свидетельствует значение коэффициент финансовой устойчивости, характеризующего обеспеченность долгосрочными источниками финансирования [91, с. 460]. Как известно, по долгосрочным вложениям процентные ставки более высокие, чем по краткосрочным. Организации первой группы наиболее часто выбирают краткосрочные инвестиционные вложения. На наш взгляд, такие различия определены большим по сравнению со второй группой удельным весом страховых обязательств в структуре капитала. Время наступления страхового события носит вероятностный характер, как следствие, для обеспечения платежеспособности в первой группе страховщиков приоритетны краткосрочные вложения. Подтверждением сказанному являются выявленные различия по показателям оборачиваемости: коэффициенту текущей деловой активности и коэффициенту инвестиционной деловой активности. На формирование показателей оборачиваемости кроме сроков используемых инвестиционных инструментов оказывают влияние: объем продаж страховых продуктов, величина используемых активов и капитала, в том числе собственный капитал, прибыль. В первой группе все указанные факториальные признаки больше, чем во второй в два и более раза, как

следствие, в первой группе показатели оборачиваемости выше.

Было выявлено, что страховщики первой группы более, чем второй зависят от операций активного перестрахования. Значения, близкие к 0 (чрезмерная зависимость) или 1 (низкая диверсификация рисков) нежелательны. Оптимальным принято считать значение между 0,15 и 0,5 [91, с. 374].

По показателям оценки инвестиционной деятельности доказаны значимые различия по соответствию объемов инвестиционных активов и средств на счетах объема обязательств и соответствию суммы инвестиционных активов объемам страховых резервов и собственного капитала. Отметим, в обеих группах значения показателей, как правило, находятся в рекомендуемых интервалах, а выявленные различия являются, прежде всего, следствием разного уровня капитализации.

Анализ диверсификации активов [92, с. 254] выявил, что во второй группе показатели доходности активов, доходности инвестиционных активов и средств на счетах имеют более высокие значения, чем в первой, соответственно, политика управления в части диверсификации инвестиционных активов второй группы является более эффективной, а различие результативных показателей вызвано объективными факторами – уровнями капитализации и развития страховых операций.

Более низкие значения уровня расходов на ведение дела в первой группе обеспечены большими объемами бизнеса и, соответственно, меньшей долей условно-постоянных расходов на единицу затрат. Чем ниже уровень расходов, тем больше запас финансовой прочности страховой организации [91, с. 378].

Помимо представленных различий данной группы показателей были выявлены статистически значимые различия еще по 21 показателю, отражающему различные стороны финансово-хозяйственной деятельности страховых организаций:

- уровень покрытия страховых резервов (нетто) собственным капиталом;
- размер прибыли от инвестиционной деятельности на единицу сформированных страховых резервов с учетом перестрахования;
- доля полученных страховых взносов по страховым операциям, нетто в общей сумме полученных страховых взносов;
- размер полученных страховых взносов по страховым операциям (нетто) на единицу расходов на ведение дела по страховым операциям и др.

Дополнительную информацию предоставляют показатели, по которым не были выявлены статистически значимые различия – это показатели, входящие в состав нормативов безопасного функционирования для

страховых организаций [92]: коэффициент затрат (расходов) с учетом доли перестраховщика; коэффициент затрат (расходов) без учета доли перестраховщика; коэффициент убыточности с учетом доли перестраховщика; коэффициент убыточности без учета доли перестраховщика; норматив, характеризующий эффективность страховой деятельности; норматив, характеризующий эффективность финансово-хозяйственной деятельности; норматив достаточности страховых резервов на основании страховых выплат; норматив достаточности страховых резервов на основании страховых взносов.

Итак, в результате исследования относительных показателей деятельности страховых организаций были выявлены статистически значимые различия следующих групп показателей [91, с. 243–255]: показатели ликвидности; показатели зависимости от операций перестраховщиков; показатели оценки страховых обязательств; показатели оценки собственных средств; показатели, отражающие факторы влияния на финансовые результаты страховой деятельности. Обобщенные результаты ранжирования показателей по выявленным статистически значимым различиям между группами страховых организаций представлены в таблице 2.11.

Таблица 2.11 – Обобщенные результаты ранжирования значений показателей по выявленным статистически значимым различиям между группами страховых организаций

Название группы показателей	Сравнение рангов значений показателей		
Абсолютные показатели, отражающие уровень капитализации, объем бизнеса, эффективность деятельности страховых организаций	1-я группа	>	2-я группа
Относительные показатели, характеризующие эффективность деятельности страховых организаций		<	
Показатели оценки финансовой устойчивости страховых организаций		<	

Таким образом, в результате проведенного исследования было доказано: различие абсолютных показателей деятельности, отражающих уровень капитализации и объемы страхового бизнеса, оказывает влияние не только на формирование показателей эффективности деятельности, но и на значения показателей оценки деловой активности, финансовой устойчивости страховых организаций. При этом зависимость может быть, как прямой, так и обратной. Данные взаимосвязи необходимо учитывать при разработке мероприятий по выявлению резервов роста прибыли страховых организаций

за счет оптимизации детерминирующих факторов [90], а также определению направлений совершенствования законодательства по вопросам страхования в части размещения и инвестирования собственных средств и страховых резервов, определению минимальных (максимальных) значений нормативов безопасного функционирования страховых организаций.

На основании выявленных статистически значимых различий значений показателей финансово-хозяйственной деятельности между группами страховых организаций при помощи методов сравнения и сопоставления было выявлено, что внутри выделенных групп находятся в одинаковых пределах следующие показатели (показатели страхового рынка рассчитаны по видам страхования иным, чем страхование жизни): а) удельный вес активов страховой организации в активах страхового рынка; б) удельный вес собственного капитала страховой организации в собственном капитале страхового рынка; в) удельный вес страховых резервов страховой организации в капитале страховой организации; г) удельный вес страховых резервов страховой организации в страховых резервах страхового рынка.

По экономическому содержанию данные показатели характеризуют уровень капитализации и структуру капитала страховой организации [90, 94]. На основании чего определены значения критериев группировки страховых организаций. К первой группе (крупные) относятся страховые организации, соответствующие одному из двух критериев (Таблица 2.12).

Таблица 2.12 – Критерии отнесения страховых организаций к первой группе (крупные) в зависимости от уровня ее капитализации и структуры капитала

Критерий	Значение	
Первый критерий		
Удельный вес активов в активах страхового рынка* (первая подгруппа)	> 20 %	
Второй критерий		
Удельный вес активов страховой организации в активах страхового рынка* за минусом суммы активов страховых организаций первой подгруппы;	> 7 %	
+		
ИЛИ	1. Удельный вес собственного капитала страховой организации в собственном капитале страхового рынка* за минусом страховых организаций первой подгруппы.	> 10 %
	2. Удельный вес страховых резервов страховой организации в капитале страховой организации.	> 50 %
	3. Удельный вес страховых резервов страховой организации в страховых резервах страхового рынка* за минусом страховых организаций первой подгруппы.	> 10 %

Примечание – * По видам страхования иным, чем страхование жизни.

Новизна методики состоит в том, что автором впервые предложены экономически обоснованные критерии отнесения страховой организации к группе (крупные, некрупные) в зависимости от уровня ее капитализации и структуры капитала для национального страхового рынка, в основе которых выявленные корреляционные взаимосвязи и ранговые различия значений показателей между группами страховых организаций.

Разработанная методика:

1. *На микроуровне* позволяет: обеспечить дифференцированный подход к оценке влияния факторов, детерминирующих показатели эффективности деятельности, повысив тем самым, эффективность управления деятельностью страховых организаций в целом и инвестиционной – в частности; обосновать направления, методы и инструменты повышения эффективности управления видами деятельности страховой организации с позиции сложившегося уровня ее капитализации и структуры капитала;

2. *На макроуровне* может быть использована для: обоснования направлений совершенствования порядка осуществления мониторинга деятельности страховых организаций; усовершенствования системы оценки рисков для риск-ориентированного государственного надзора и систематизации областей риска с целью повышения точности оценки рисков страховщика и оперативности управления ими; регулирования условий и направлений инвестиционной деятельности страховых организаций, учитывающих интересы собственников (получение дохода) и государства (безопасность и привлечение недорогих внутренних инвестиционных ресурсов); повышения качества оценки эффективности деятельности страховых организаций.

3 РАЗРАБОТКА МЕТОДИЧЕСКОГО ИНСТРУМЕНТАРИЯ ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ НОВЫМИ ОБЪЕКТАМИ ИНВЕСТИЦИЙ

3.1 Состояние рынка ценных бумаг и развитие производных финансовых инструментов в Республике Беларусь

Как отмечает И. Гольдштейн, ключевая особенность современных финансовых рынков заключается в том, что капитал относительно сегментирован и медленно перемещается, но информация относительно интегрирована и быстро перемещается, и трейдеры активно используют эту информацию [13]. При этом в Республике Беларусь ни рынок корпоративных ценных бумаг, ни рынок производных финансовых инструментов не могут считаться достаточно развитыми. В результате чего потенциал совершенствования текущей деятельности нефинансовых организаций на данных рынках остается нераскрытым. Далее мы рассмотрим, как характеризуются описанные выше рынки в Республике Беларусь, и какие проблемные аспекты можно выделить в данной сфере.

На данный момент в Республике Беларусь реализуются положения Стратегии развития финансового рынка до 2020 года, в соответствии с которой целью развития финансового рынка на период до 2020 года является его качественная трансформация, повышение стабильности и эффективности функционирования, направленные на рост экономики и благосостояния населения. Для достижения указанной цели необходимо решить в числе прочих следующие задачи:

- сформировать полноценный, структурно развитый финансовый рынок, для чего требуется: обеспечить ускоренное развитие небанковских секторов финансового рынка; совершенствовать линейку банковских продуктов; развить инфраструктуру финансового рынка; повысить доверие к финансовому рынку.

- активизировать конкуренцию посредством: развития институциональной структуры рынка ценных бумаг; развития страхового рынка; повышения доли частной собственности, снижения концентрации капитала в банковском и страховом секторах; совершенствования корпоративного управления; повышения степени информационной открытости всех участников финансового рынка [95].

Также в данной Стратегии оценка текущего состояния характеризуется следующим образом: несмотря на то, что финансовый рынок в целом выполняет свои функции, имеющиеся структурные диспропорции и накопленные проблемы не позволяют ему развиваться достаточно

динамично, а также влияют на качество предоставляемых финансовых услуг. Доминирование банковского сектора снижает конкурентное давление и уменьшает стимулы к его развитию.

В развитии рынка ценных бумаг были достигнуты следующие результаты. В основном сформировано законодательство, регулирующее деятельность на рынке ценных бумаг, созданы и развиваются базовые элементы его инфраструктуры (депозитарная, биржевая и расчетно-клиринговая системы), осуществляется привлечение населения и организаций на этот рынок. Вместе с тем отдельные сегменты рынка (вторичный рынок акций, рынок производных ценных бумаг и секьюритизированных активов) и его институты (инвестиционные и пенсионные фонды) не получили достаточного развития [95].

Количественно развитие рынка ценных бумаг характеризуется следующими показателями. На 1 января 2017 г.: объем выпусков акций достиг 29,2 млрд. рублей, что почти в 5 раз превышает уровень на 1 января 2011 г. Вместе с тем отношение объема акций к валовому внутреннему продукту за указанный период сократилось на 3,7 процентного пункта до 30,9 процента.

Годовой объем вторичных торгов акциями колебался от 0,03 млрд. рублей в 2011 году до 0,08 млрд. рублей в 2012 году и в 2016 году составил 0,05 млрд. рублей. Ликвидность рынка акций остается низкой – в 2016 году рыночные цены рассчитывались по акциям лишь 63 из более чем 2300 открытых акционерных обществ (в 2010 году – 61 эмитента). Объем сделок купли-продажи облигаций юридических лиц, включая местные исполнительные и распорядительные органы, на биржевом рынке в 2016 году составил 2,5 млрд. рублей, увеличившись с 2010 года в 4,5 раза. На неорганизованном рынке в 2016 году было зарегистрировано сделок купли-продажи ценных бумаг на общую сумму 7,8 млрд. рублей, в том числе с акциями – 0,06 млрд. рублей, с облигациями – 7,7 млрд. рублей. С 2010 года объем данного рынка возрос более чем в 15 раз [96].

Рынок корпоративных ценных бумаг Республики Беларусь относится к развивающемуся, так как его интенсивное становление приходится на начало 90-х годов XX столетия. Вместе с тем, в Беларуси, складывается смешанная модель фондового рынка. В качестве главной его характеристики можно выделить значительную роль государства в процессе создания, а также высокую долю ценных бумаг банков и государства. Вместе с тем необходимо отметить, что важным показателем является количество реформированных предприятий республиканской собственности в процессе приватизации и отчужденные объекты по министерствам и ведомствам.

«В целом, за весь период приватизировано наибольшее количество предприятий, подведомственных министерству промышленности, министерству сельского хозяйства и продовольствия, министерству архитектуры и строительства» [97, с. 80]. Создание акционерных обществ, призвано объединить индивидуальные капиталы. В свою очередь, корпоративные ценные бумаги будут способствовать вовлечению населения в сферу рыночных отношений, а также сформируют их заинтересованность в росте эффективности производства.

В стратегии развития финансового рынка Республики Беларусь до 2020 года отмечается, что большая гибкость обменного курса белорусского рубля обуславливает необходимость решения вопроса о хеджировании валютных рисков отечественными организациями, для чего потребуется развитие инструментов срочного рынка в сделках по хеджированию валютных рисков [96].

В настоящее время среди нефинансовых организаций наиболее востребованными производными финансовыми инструментами для целей хеджирования валютных рисков являются внебиржевые форвардные контракты на покупку, продажу или конверсию валюты. Контрагентом таких сделок выступает, как правило, обслуживающий банк [96]. Предложения банков в Республике Беларусь по форвардным сделкам на покупку, продажу, конверсию валют представляют собой внебиржевой рынок деривативов. Кроме того банки и финансовые организации, как зарегистрированные в Республике Беларусь, так и зарубежные могут предлагать организациям приобретать деривативы с различными условиями и базовыми активами. При этом объем внебиржевых сделок с такими деривативами достаточно сложно оценить, но использование внебиржевых деривативов с разнообразными базовыми активами (не только валюта) нефинансовыми организациями Республики Беларусь не получило на данный момент широкого распространения.

Номенклатура биржевого рынка деривативов представлена беспоставочными (расчетными) фьючерсными контрактами ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» на курс доллара США, курс евро, курс российского рубля, курс евро к доллару США, которые также не являются востребованными у белорусских организаций. Кроме секции срочного рынка ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» торговля деривативами с товарными базовыми активами ведется на ОАО «Белорусская универсальная товарная биржа». В секции срочного рынка проводятся регулярные торги товарными фьючерсами, где в настоящее время обращаются расчетные фьючерсные контракты: на стальную круг, на арматуру, на индекс цен нефтепродуктов СПБМТСБ – Регуляр-92. По

результатам проведенного исследования представим на рисунке 3.1 рынок деривативов в Республике Беларусь.

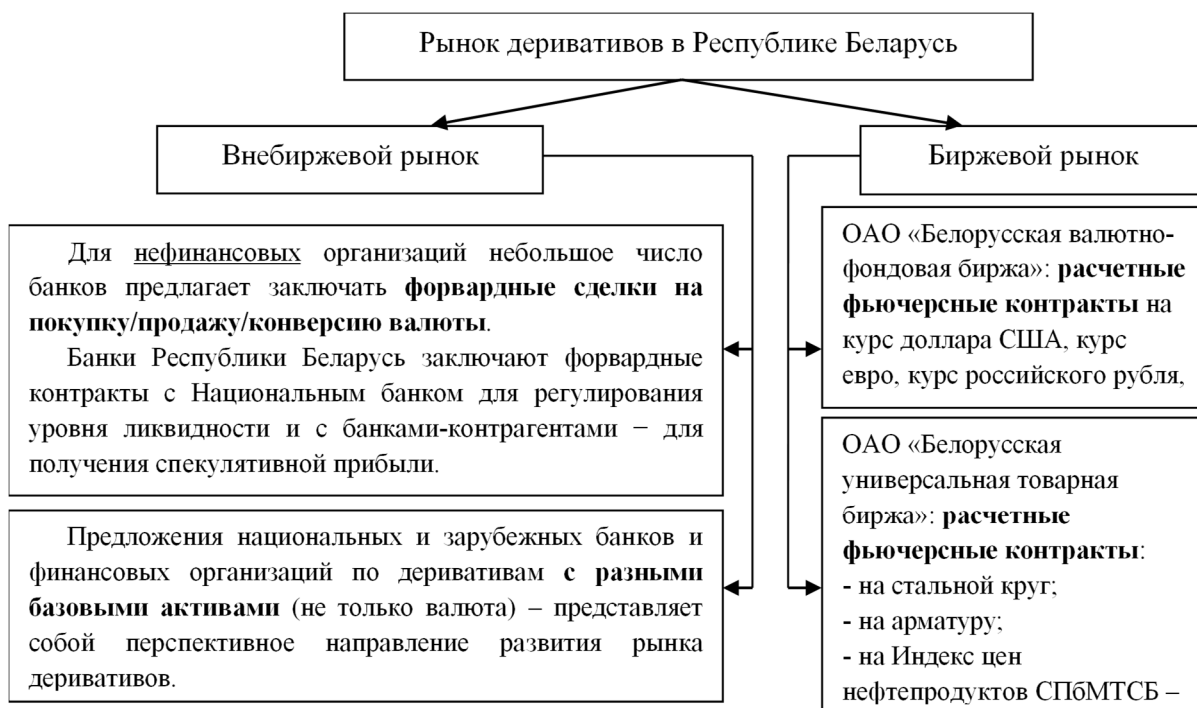


Рис. 3.1- Рынок деривативов в Республике Беларусь

Основные проблемные аспекты, препятствующие развитию рынка деривативов в Республике Беларусь можно структурировать следующим образом.

Во-первых, как отмечает Ph. Jorion, одним из первых шагов эффективного риск-менеджмента является оценка активов и обязательств по справедливой стоимости. На протяжении длительного периода деривативы отражались в учете на забалансовых счетах, следовательно, не фигурировали в балансе и отчете о прибылях и убытках. Рост рынков производных инструментов и ряд финансовых потрясений из-за убытков по дериватам способствовали принятию в 1998 году стандарта SFAS 133 «Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities» в США (далее SFAS 133), и международного стандарта финансовой отчетности IAS 39 «Financial Instruments: Recognition and Measurement». Которые установили требование по обязательной оценке и переоценке справедливой стоимости деривативов с отнесением результатов на прибыль или убыток [98].

Несмотря на введение на территории Республики Беларусь с 1 января 2017 года международных стандартов финансовой отчетности (МСФО) в качестве технических нормативных актов, национальная система бухгалтерского учета и отчетности в сфере деривативов по-прежнему не

обеспечивает четкий порядок отражения данных инструментов, следовательно, не способствует получению пользователями отчетности актуальной информации по открытым рыночным позициям [96]. Несмотря на введение с 1 января 2019 года Национального стандарта «Финансовые инструменты», остаются не в полной мере раскрытыми все существенные аспекты, связанные с применением деривативов в практике субъектов хозяйствования. Заметим, что в странах СНГ наблюдается ориентация на сближение со стандартами МСФО. Так, например, до недавнего времени стандартами бухгалтерского учета для инвесторов в России были US GAAP, так как они детально регламентировали учет реальных ситуаций. Однако в связи с принятием нового федерального закона «Об объединении бухгалтерского учета» №208-ФЗ от 27.07.2010 г. организации, ценные бумаги которых были допущены к организованным торгам путем включения в котировальный список, должны были подготовить консолидированную финансовую отчетность в соответствии с МСФО. В результате многие нефтяные компании были вынуждены отказаться от US GAAP [99]. В Республике Беларусь также удерживается курс на сближение с МСФО и в рамках этого курса, Национальный стандарт бухгалтерского учета и отчетности «Финансовые инструменты» должен внести ясность в порядок учета деривативов. Однако он, по нашему мнению, потребует доработки, так как ряд частных случаев вызывает вопросы. Также и организации отмечают, что учет по этому стандарту сложнее, чем по правилам IFRS 9.

Во-вторых, регулирование операций с производными финансовыми инструментами в области налогообложения в Республике Беларусь затрагивает налог на добавленную стоимость (подп. 2.25 п. 2 ст. 93 и подп. 1.37.3 и 1.38 п. 1 ст. 94 Налогового кодекса Республики Беларусь – далее НК РБ) и налог на прибыль (подп. 2.8 п. 2 ст. 132 и подп. 2.4 п. 2 ст. 133 НК РБ) применительно только к банкам и подоходный налог применительно к физическим лицам (п. 3-4 ст. 160 НК РБ). В налогообложении доходов юридических лиц (кроме банков) налогом на прибыль, каких либо особенностей не установлено. В тоже время можно отметить, что в Республике Казахстан, в Российской Федерации и Великобритании в законодательстве, регулирующем начисление и уплату налога на прибыль в большей или меньшей степени определены особенности по операциям с производными финансовыми инструментами, в том числе применяемыми для хеджирования.

В-третьих, с точки зрения гражданского права, на данный момент операции с расчетными деривативами могут быть квалифицированы как сделки пари, судебная защита по которым не предоставляется. Для сравнения

в Российской Федерации данный пробел был устранен в 2010 году введением соответствующей нормы в Гражданский кодекс РФ (п. 2, ст. 1062).

В отношении осуществления самих сделок хеджирования отметим, что вопрос в большей степени касается внебиржевого рынка, так как на биржах Республики Беларусь, контракты секции срочного рынка стандартизированы и по ним действуют отлаженные механизмы обеспечения исполнения обязательств. Сложность могут вызвать внебиржевые контракты, где имеется большая гибкость, но вместе с тем могут возникнуть спорные моменты, касающиеся порядка расчетов, определения цены и условий взыскания задолженности с неплательщика. Самым лучшим способом защиты от разногласий в данном случае будет прописать все существенные моменты в договоре, при этом отсылочные нормы лучше заменить на полноценные формулировки, что поможет лучше понять суть сделки [100].

В-четвертых, белорусские авторы в качестве одной из причин неразвитости срочного рынка выделяют низкий уровень корпоративного риск-менеджмента. Отметим, что оценить данный уровень достаточно сложно, особенно в рамках страны, поэтому, здесь речь идет в большей степени о том, что руководство нефинансовых организаций Республики Беларусь ориентировано на решение критических вопросов, связанных с текущей деятельностью. В то время как снижение подверженности непрофильным товарным или валютным рискам с помощью хеджирования хоть и может повысить эффективность работы организации, однако критическим аспектом деятельности не является.

Управление организацией в условиях рынка представляет собой сложную работу, которую можно выполнять успешно не столько с помощью инструментов управления, сколько с пониманием общих истин и знания многочисленных вариантов деятельности, благодаря которым ситуации отличаются одна от другой. В современных условиях любая организация тесно связана с окружающей средой и зависит от нее как в отношении своих ресурсов, так и в отношении потребителей, пользователей ее результатами, к достижению которых она стремится. Открытость, как отдельных организаций, так и экономик в целом связана с множеством рисков, которые вызваны внешними факторами.

Деривативы (производные финансовые инструменты) обеспечивают эффективный метод передачи риска от сторон, которые не хотят быть подвержены данному риску, тем участникам рынка, которые готовы принять его на себя. В этом смысле улучшается распределение рисков как внутри рынков, так и во всей экономике.

Относительно вопросов управления организацией можно отметить, что влияние внешней среды на деятельность организаций и необходимость

координирования действий внутри организации обуславливает необходимость управления ею. Теория и практика управления позволяет представить хозяйствующие субъекты любого уровня как открытые системы (рисунок 3.2).

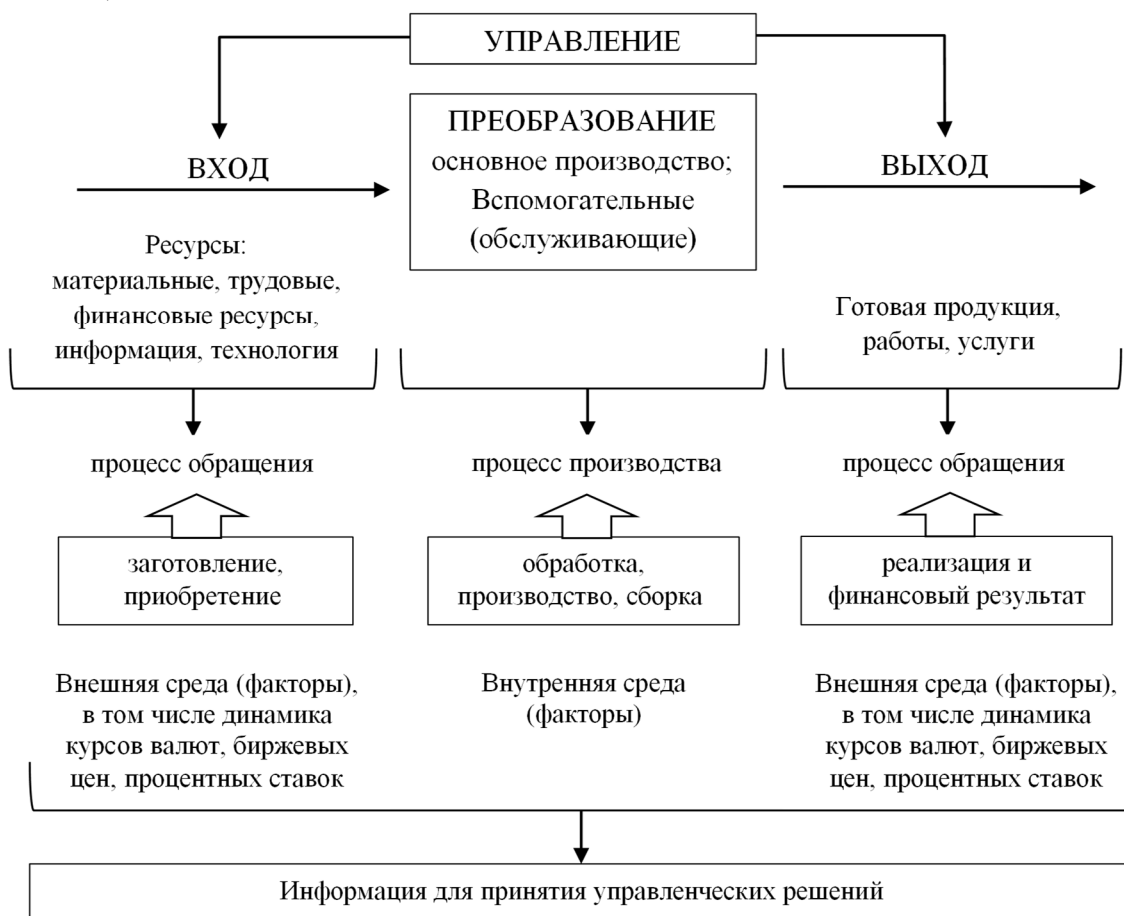


Рис. 3.2 - Характеристика открытой управленческой системы

В зависимости от сферы деятельности рыночные переменные (такие как курсы валют, биржевые цены, процентные ставки) могут оказывать существенное влияние на итоговый результат деятельности компании. Причем подверженность риску неблагоприятного движения рыночных переменных может возникнуть как на стадии приобретения, так и на стадии реализации товаров или услуг.

Очевидно, что функция планирования будет реализована лучше, если вероятность наступления запланированного сценария выше. В данном случае хеджирование с помощью деривативов позволяет организации запланировать результат, который не будет подвержен влиянию рыночного риска. С другой стороны при хеджировании организация сознательно отказывается от потенциально возможной дополнительной прибыли, поэтому часто хеджируется не весь объем будущих денежных потоков, а только часть.

Однако в целом, как было отмечено ранее, нефинансовые организации в большей степени заинтересованы в защите от рыночного риска, который связан с движением соответствующих курсов валют, цен на сырьевые товары, процентных ставок, нежели в получении спекулятивного дохода от краткосрочного изменения рыночных переменных.

Заметим, что нельзя рассматривать хеджирование только с позиции получения прибыли или убытка по инструменту хеджирования (деривативу), необходимо также принимать во внимание и изменение стоимости объекта хеджирования. Так как стоимости объекта и инструмента хеджирования в эффективно построенной системе риск-менеджмента должны двигаться в противоположных направлениях и обеспечивать компании стабильный уровень дохода с высокой долей вероятности [101].

Наиболее очевидные направления хеджирования, которые возникают в процессе текущей деятельности компаний нефинансового сектора, представлены на рисунке 3.3.



Рис. 3.3 - Наиболее существенные рыночные риски при осуществлении текущей деятельности нефинансовой организации и инструменты хеджирования данных рисков

К хеджированию с помощью деривативов могут прибегать любые организации, если их денежные потоки подвержены рыночному риску (риск изменения курсов валют, биржевых цен, процентных ставок), а также существует объективная необходимость в снижении данного вида риска.

3.2 Технология оценки валютного риска параметрическим методом расчета VaR

Валютный риск представляет собой риск потерь в связи с неблагоприятным для финансового института изменением курсов валют. Понятие «валютный риск» связано с тем, что обычно оценка итогов деятельности финансового института проводится в одной валюте, называемой «базовой». Текущие валютные риски представляют собой риски изменений валют с плавающими курсами. Изменение валютных курсов происходит в силу ряда макроэкономических процессов (инвестиционные потоки, экономическое положение стран, финансовая политика стран и др.). Валютный риск возникает при проведении банком операций, в результате которых изменяется размер валютной позиции в одной из иностранных валют или в одном из драгоценных металлов.

Объектами валютного риска выступают все операции, проводимые структурными подразделениями банка в иностранной валюте и драгоценных металлах. Расчет экономической открыто валютной позиции (далее – ОВП) производится ежедневно в разрезе иностранных валют, признаваемых банком основными, а именно: доллар США, евро, российский рубль.

Источник валютного риска – изменение курсов валют и цен на драгоценные металлы по ОВП.

В данной работе рассматривается наиболее распространенный метод количественной оценки величины валютного риска торговых позиций Value-at-Risk (далее – VaR). Внедрение методологии VaR инициировано Базельским комитетом по регулированию рыночных рисков, который позднее рекомендовал банковским структурам разрабатывать собственные внутренние модели оценки рыночных рисков.

VaR – статистическая оценка максимально возможных потерь от закрытия ОВП через определенный период времени при выбранном уровне вероятности, выраженная в национальной валюте (в практике Республики Беларусь – в белорусских рублях).

VaR – выраженная в денежных единицах базовой валюты оценка величины, которую не превысят ожидаемые в течение данного периода

времени (временной горизонт) потери с заданной вероятностью (уровень доверия). Базой для оценки VaR служит динамика курсов и цен финансовых инструментов за установленный период времени в прошлом.

Для оценки величины валютного риска используется методика VaR, основанная на параметрическом дельта-нормальном методе. Данная методика предназначена для измерения риска отрицательной переоценки ОВП (в условиях отсутствия глобальных стрессов на валютном рынке) и используется при управлении валютным риском. Методика позволяет измерить валютный риск в терминах возможных потерь, соотнесенных с вероятностями их возникновения, дает возможность суммировать валютные риски отдельных позиций в различных валютах и драгоценных металлах в единую величину, учитывая при этом информацию о количестве открытых позиций, о вероятности изменения курсов и цен на драгоценные металлы, о корреляции между валютными курсами и ценами на драгоценные металлы и периоде поддержания открытых позиций.

Сущность метода VaR заключается не в применении конкретного метода имитационного моделирования, но в оценке риска в форме разницы между наихудшим и наиболее вероятным прогнозируемым значением, что допускает различные реализации, в том числе и основанные на других методах моделирования как статистического, так и нестатистического характера.

Временной горизонт часто выбирается исходя из срока нахождения финансового инструмента в портфеле или его ликвидности, исходя из минимального реального срока, на протяжении которого можно реализовать на рынке данный инструмент без существенного убытка. Временной горизонт измеряется числом рабочих или торговых дней.

Уровень доверия, или вероятность, выбирается в зависимости от предпочтений по риску, выраженных в регламентирующих документах банка. На практике часто используется уровень в 95 и 99%.

Базельский комитет по банковскому надзору рекомендует уровень в 99%, на который ориентируются надзорные органы [102; 103]. Отметим, что зарубежные банки не предполагают управления рисками без использования VaR-анализа. Крупные банки практикуют расчет возможных убытков с уровнем вероятности в 2% с использованием данных за два предшествующих года [104]. Оценка с использованием метода VaR возможна посредством реализации различных способов расчета VaR: параметрического, метода исторического моделирования, метода имитационных моделей (Монте-Карло).

Рассмотрим параметрический метод расчёта VaR, поскольку на практике обычно используются два параметрических метода расчета VaR

[105]: 1) дельта-нормальный VaR, 2) дельта-гамма VaR.

Наиболее популярным параметрическим методом расчета VaR является дельта-нормальный метод. При расчете VaR дельта-нормальным методом используются предположения о нормальности распределения всех рыночных факторов, влияющих на стоимость портфеля и о линейной связи между изменениями факторов риска и финансовыми результатами по составляющим портфеля. В этом случае результат по портфелю будет представлять собой сумму нормально распределённых величин, т.е. тоже нормально распределенную величину.

В соответствии с пунктом 24 Инструкции об организации системы управления рисками в банках, открытом акционерном обществе «Банк развития Республики Беларусь», небанковских кредитно-финансовых организациях, банковских группах и банковских холдингах, утвержденной постановлением Правления Национального банка Республики Беларусь от 29.10.2012 № 550, в банке должны быть разработаны и утверждены локальные нормативные правовые акты, содержащие стратегию, политику, методики и процедуры управления рисками, которые должны быть последовательными, иметь степень детализации, адекватную уровню и существенности принимаемых рисков, а также масштабам и сложности деятельности банка, применяться единообразно во всех его подразделениях [106]. Предлагаемый в данной работе алгоритм применения методики VaR может быть использован банками Республики Беларусь для количественной оценки валютного риска в комплексной системе управления рисками. Значение VaR согласно дельта-нормальному методу может быть рассчитано по формуле 3.1:

$$VAR = K \sqrt{\sum_{i,j=1}^N \delta_{ij} D_i D_j}, \quad (3.1)$$

где K – коэффициент, зависящий от выбранной доверительной вероятности и показывающий, во сколько раз потери для заданной доверительной вероятности больше стандартного отклонения нормального распределения; N – количество факторов риска; D_i – чувствительность (дельта) портфеля к i -тому фактору риска (сумма коэффициентов линейной связи с i -тым фактором результатов по всем составляющим портфеля); D_j – чувствительность (дельта) портфеля к j -тому фактору риска (сумма коэффициентов линейной связи с j -тым фактором результатов по всем

составляющим портфеля); δ_{ij} – ковариация i -того и j -того факторов риска.

Таким образом, для использования данного метода необходимо знать матрицу ковариаций рыночных факторов (волатильности отдельных факторов будут учтены в данной матрице в качестве ковариации фактора самого с собой). Эта матрица может быть получена как на основе исторических данных, так и на основе прогнозов.

Двумя наиболее часто используемыми значениями коэффициента K являются 2,33 (для вероятности 99%) и 1,65 (для вероятности 95%).

Преимущества дельта-нормального метода:

- относительная простота реализации;
- быстрота вычислений;
- позволяет использовать различные варианты значений волатильностей и корреляций.

Недостатки дельта-нормального метода:

- невозможность использования других распределений, кроме нормального;
- невозможность корректного учета рисков нелинейных инструментов;
- сложность для понимания топ-менеджментом;
- вероятность значимых ошибок в используемых моделях.

Для расчета величины валютного риска методом VaR, основанном на дельта-нормальном методе, используется предположение о логарифмически-нормальном распределении случайных величин, характеризующих отношение значений факторов риска в текущий и предыдущий период времени (темп роста факторов риска). Факторами риска являются официальные курсы иностранных валют и цены драгоценных металлов (за исключением мерных слитков), установленные Национальным банком Республики Беларусь.

Для расчета VaR используются данные о динамике официальных курсов иностранных валют и цен драгоценных металлов (за исключением мерных слитков) за установленный банком период, предшествующий дате расчета показателя VaR. При этом в данные о динамике курсов включаются только курсы, установленные на рабочие дни периода.

В расчете VaR оцениваются открытые валютные позиции и динамика курсов иностранных валют. В случае наличия у банка в течение отчетного месяца значительных (более 1% от нормативного капитала банка) открытых позиций по другим иностранным валютам или драгоценным металлам (за исключением мерных слитков) возможно дополнение расчета VaR данными о динамике курсов и цен и о состоянии открытых валютных позиций по этим

иностранным валютам и драгоценным металлам (за исключением мерных слитков).

Глубина периода может быть установлена исходя из целей расчета VaR: для однодневного VaR – 90 дней; для 30-дневного VaR – 1 год; для годового VaR – 3 года. Новые данные добавляются в модель ежедневно.

Из данных о динамике курсов, цен на драгоценные металлы исключаются все некорректные измерения (измерения, на дату которых отсутствуют сведения о курсах валют и ценах на драгоценные металлы, например, нерабочие дни). Также допускается не учитывать резкое разовое изменение курсов валют и цен на драгоценные металлы (например, в результате девальвации какой-либо валюты (цен на драгоценные металлы)). Затем все измерения нумеруются подряд, начиная с нуля (0, 1, 2, ..., T – 2; T – 1, T). Общее число измерений равно T + 1 по каждой i-той валюте (цене на драгоценные металлы) из общего числа n валют (цен на драгоценные металлы).

Логарифм темпа роста курса i-той валюты и цен i-того вида драгоценного металла в момент t измерения рассчитывается по формуле 3.2:

$$r_{i,t} = \ln \left(\frac{\text{курс}_{i,t}}{\text{курс}_{i,t-1}} \right), \quad (3.2)$$

где $\text{курс}_{i,t}$ – значение курса i-той валюты в t измерении; $\text{курс}_{i,t-1}$ – значение курса i-той валюты в t – 1 измерении; t – общее число значений логарифмов темпов роста курсов (цен на драгоценные металлы); i – индекс, обозначающий валюту (драгоценный металл); ln – символ функции натурального логарифма.

Логарифм темпа роста курса валюты и цен на драгоценные металлы характеризует интенсивность изменения валютного курса и цен на драгоценные металлы и является случайной величиной, распределение которой в данной методике предполагается близким к нормальному.

Показатель VaR финансового результата банковского портфеля определяется по формуле 3.3:

$$VaR = K \sqrt{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n B_i \sigma_i \text{corr}_{ij} B_j \sigma_j}, \quad (3.3)$$

где n – количество выбранных факторов риска (видов иностранных

валют, используемых в расчете, т.е. при расчете VaR по долларам США, евро и российским рублям $n = 3$); V_i, V_j – открытая позиция соответственно по i -той и j -той иностранным валютам по состоянию на дату расчета VaR; σ_i, σ_j – прогнозная волатильность i -той и j -той иностранных валют соответственно, рассчитанная на основе данных о темпах роста курсов иностранных валют за 6 месяцев; $corr_{ij}$ – коэффициент корреляции между i -тым и j -тым иностранными валютами, рассчитанный на основе данных о темпах роста курсов иностранных валют за 6 месяцев; K – квантиль нормального распределения, определяемый необходимым значением доверительной вероятности (для доверительной вероятности 99% квантиль принимает значение 2,33).

Для расчета волатильностей и коэффициентов корреляции рассчитывается ковариация логарифмов роста курсов i -той и j -той иностранных валют. На основании расчетных данных составляется ковариационная матрица размерностью $n \times n$ (где n – количество видов иностранных валют, используемых в расчете VaR). Элементы ковариационной матрицы отражают линейную зависимость двух случайных величин, которыми являются логарифмы роста курсов i -той и j -той иностранных валют. Ковариация рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{cov}_{ij} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \left(r_{i,t} - \frac{\sum_{t=1}^T r_{i,t}}{T} \right) \cdot \left(r_{j,t} - \frac{\sum_{t=1}^T r_{j,t}}{T} \right). \quad (3.4)$$

Здесь cov_{ij} – ковариация курсов i -той и j -той иностранных валют; $r_{i,t}, r_{j,t}$ – логарифмы темпа роста курса i -той валюты и цен i -того вида драгоценного металла в момент времени t ; T – общее число измерений логарифмов темпов роста курсов i -той и j -той иностранных валют, равное количеству рабочих дней в расчетном периоде (как правило, в 6 месяцах).

Элементы ковариационной матрицы могут быть рассчитаны программным путем с использованием электронных таблиц Microsoft Excel (функция «КОВАР»).

Волатильность (изменчивость) иностранной валюты представляет собой стандартное отклонение (рассеивание значений) случайной величины от ее ожидаемого значения и характеризует тенденцию изменения во времени курсов иностранной валюты. Волатильность i -той иностранной валюты рассчитывается по формуле 3.5:

$$\sigma_i = \sqrt{\text{cov}_{ii}}, \quad (3.5)$$

где cov_{ii} – элемент главной диагонали ковариационной матрицы (на пересечении строки и столбца с одинаковыми номерами).

Коэффициент корреляции характеризует силу и характер взаимосвязи двух случайных величин: чем ближе он к единице по абсолютной величине, тем сильнее взаимосвязь; чем ближе к нулю, тем слабее взаимосвязь. Положительный коэффициент корреляции свидетельствует о том, что при росте (падении) одной величины другая, коррелирующая с ней, также растет (падает); отрицательный коэффициент корреляции говорит о том, что при росте (падении) одной величины другая, отрицательно коррелирующая с ней, падает (растет).

Коэффициент корреляции – показатель характера взаимного влияния двух случайных величин (логарифмов темпов роста курсов иностранных валют). Если значение коэффициента корреляции по модулю находится ближе к единице, это означает наличие сильной связи, а если ближе к нулю – связь отсутствует или является существенно нелинейной. В зависимости от знака коэффициента корреляции зависимость между случайными величинами является прямой или обратной. Коэффициент корреляции рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{corr}_{ij} = \frac{\text{cov}_{ij}}{\sigma_i \sigma_j}. \quad (3.6)$$

Коэффициент корреляции также может быть рассчитан с использованием электронных таблиц Microsoft Excel (функция «КОРРЕЛ»).

Для оценки величины возможных потерь за период используется значение за один (первый) день:

$$\text{VaR}_t = \text{VaR}_{\text{day}} \cdot \sqrt{t}, \quad (3.7)$$

где t – количество рабочих дней периода (например, для недельного VaR значение $t = 5$ дней, для месячного значение $t = 22$ дня); VaR_{day} – уровень потерь за один день (однодневный VaR); VaR_t – уровень потерь за период времени t .

Расчет для произвольного периода времени производится по мере необходимости.

На основе ежедневных данных однодневного VaR ежемесячно рассчитывает уровень валютного риска в банке.

Уровень валютного риска в отчетном месяце определяется исходя из соотношения среднего арифметического значения ежедневных значений VaR банковского портфеля за отчетный месяц к величине нормативного капитала банка [107]:

- значение от 0,0% до 0,1% свидетельствует о низком уровне валютного риска;

- значение от 0,1 до 0,2% – о среднем уровне валютного риска;

- значение 0,2% и более – о высоком уровне валютного риска.

Параметрический метод расчета валютного риска VaR представляет собой оценку величины убытков, которую с заданной вероятностью (доверительной вероятностью) не превысят ожидаемые потери банковского портфеля в течение заданного периода времени (временного горизонта).

При расчете VaR в банке используется уровень доверительной вероятности 99%.

Временной горизонт, в течение которого Банк может закрыть открытую валютную позицию, устанавливается *в размере одного дня*.

Следует отметить, что в практике оценки валютного риска банки Республики Беларусь наиболее широко применяют такие методы количественной оценки, как историческое и параметрическое моделирование (использовались в 61,3 и 54,8% банков соответственно) [107; 108, с. 277].

Оценка валютного риска проводится путем расчета значений метрик валютного риска и экономического капитала по валютному риску.

Производится расчет следующих метрик валютного риска:

- 1) чистая ОВП по каждому виду иностранной валюты и драгоценного металла;

- 2) суммарная ОВП по всем видам иностранных валют и драгоценных металлов, которая принимается равной сумме следующих значений (независимо от признака позиций):

- наибольшей величины из общей длинной или общей короткой валютной позиции;

- наибольшей величины из общей длинной или общей короткой позиции в драгоценных металлах в виде банковских слитков, переоцениваемых мерных слитков, переоцениваемых монет;

- 3) чистая ОВП по форвардным сделкам по каждому виду иностранной валюты и драгоценного металла;

- 4) VaR – статистическая оценка максимально возможных потерь от закрытия ОВП через определенный период времени при выбранном уровне вероятности, выраженная в белорусских рублях.

Расчет ОВП осуществляется ежедневно в белорусских рублях по курсу Национального банка Республики Беларусь на дату расчета в соответствии с пунктами 47–51 Инструкции № 137 [109].

Определение величины VaR – количественная оценка валютного риска. Качественная оценка предполагает определение уровня валютного риска.

Уровень валютного риска при проведении операций в конкретной валюте и с конкретным драгоценным металлом определяется исходя из рассчитанной волатильности по данной валюте (драгоценному металлу), от поддержания ОВП – исходя из суммарного значения VaR за один день. Данные об уровне риска приведены в таблице 3.1.

Таблица 3.1 – Критерии определения уровня валютного риска

Уровень валютного риска	Однодневная волатильность курсов соответствующей валюты, %	Отношение суммарного VaR к нормативному капиталу банка, %
Минимальный	от 0,0 до 0,4	от 0,0 до 0,04
Низкий	от 0,4 до 0,8	от 0,04 до 0,08
Умеренный	от 0,8 до 1,5	от 0,08 до 0,15
Предельный	от 1,5 до 2,0	от 0,15 до 0,4
Недопустимый	от 2,0	от 0,4

Бэк-тестинг методики расчета VaR следует проводить ежеквартально. Для этого ежедневно необходимо осуществлять сравнительную оценку VaR с результатом отрицательной переоценки ОВП от изменения установленных курсов по каждой валюте и по каждому виду драгоценного металла.

Ежеквартально проводится верификация или оценка точности по историческим данным данной методики расчета возможных потерь VaR. Для этого ежедневно проводится сравнительная оценка с результатом отрицательной переоценки ОВП от изменения установленных курсов по каждой валюте и по каждому виду драгоценного металла. Если количество результатов отрицательной переоценки ОВП за квартал превышают более чем в 5% случаях, то по соответствующей валюте и драгоценному металлу дополнительный поправочный коэффициент корректируется на отношение количества превышений результатов отрицательной переоценки к установленному уровню. Если количество результатов отрицательной переоценки ОВП за квартал, превышающих менее 1/2 от установленного уровня (5%), то дополнительный поправочный коэффициент устанавливается в размере 0,75 от установленного в предыдущем квартале. В остальных

случаях дополнительный поправочный коэффициент не корректируется (остаётся равным значению в предыдущем квартале).

Методика VaR позволяет измерить валютный риск в терминах возможных потерь, соотнесенных с вероятностями их возникновения, дает возможность суммировать валютные риски отдельных позиций в различных валютах и драгоценных металлах в единую величину, учитывая при этом информацию

о количестве открытых позиций, вероятности изменения курсов и цен на драгоценные металлы, корреляции между валютными курсами и ценами на драгоценные металлы и периоде поддержания открытых позиций. Ключевыми параметрами для расчета показателя VaR являются доверительная вероятность и временной горизонт. Временной горизонт выбирается исходя из минимального реального срока, на протяжении которого можно закрыть на рынке ОВП, и устанавливается в размере одного дня. Доверительная вероятность устанавливается в размере 95%.

Следует подчеркнуть, что метод VaR предназначен для управления валютным риском только *в условиях стабильного рынка* (при условии сохранения текущих тенденций макро- и микроэкономической рыночной конъюнктуры, т.е. при отсутствии значительных изменений (стрессов) на валютном рынке).

Недостатком метода оценки рисков VaR является то, что он игнорирует очень многие значительные и интересные детали, необходимые для реального представления рыночных рисков. Методика VaR не учитывает, какой вклад в риск вносит рынок, какие структурные изменения портфеля увеличивают риск, а также какие инструменты хеджирования контролируют специфический риск. Модель не дает информации о наихудшем возможном убытке за пределами значения VaR (при заданном уровне доверия 95% остается неизвестным, какими могут быть потери в оставшихся 5% случаев).

Перспективным направлением развития методологии VaR представляется использование технологий искусственного интеллекта, основанных на нейронных сетях. По своей природе нейросетевое моделирование представляет синтез исторического моделирования и экспертных оценок. Сама по себе сеть – простейшая модель человеческого мозга – как инструмент моделирования принципиально отличается от статистических моделей, поскольку не требует задания зависимостей. Если в стандартных моделях пользователь задает ряд гипотез и законов, на основе которых формализованным, более или менее стандартным образом (в том числе в случае имитационного моделирования – со специальным введением стохастической составляющей при генерации с использованием датчика случайных чисел возможных состояний риск-факторов) формируются

исходы испытаний, то нейронная сеть сама в процессе обучения подбирает зависимости, уровень сложности которых зависит от сложности сети.

На первом этапе работы нейросети – обучении – в качестве входных данных вводится исторический массив данных по колебаниям рынка, на основе которых сеть осуществляет подбор закономерностей, описывающих эти движения. Далее «обученная» сеть выступает готовым прогностическим инструментом, настроенным на специфику объекта. Сфера применения нейросетей достаточно широка, и основными направлениями выступают распознавание образов (графических и звуковых) и прогнозирование, в том числе финансовое, которое может быть применено как в целях торгового анализа (т.е. предсказания цен), так и в целях оценки рисков.

По сравнению с имитационным моделированием нейросетевой вариант является более сложным и трудоемким, однако имеет несомненное преимущество – не содержит искусственного подгона рыночных взаимосвязей под маску стандартного распределения. В этом контексте данный подход представляется более универсальным и перспективным. Однако по мере разработки и ввода в стандартную практику нейросетевых пакетов, а также исчерпания возможностей совершенствования в рамках традиционных методов и увеличения сложности применяемых имитационных моделей в достаточно недалеком будущем представляется вероятным изменение данной ситуации.

Таким образом, применение VaR-анализа позволяет в общем виде дать оценку валютному риску, который может производиться по следующим этапам:

1) определение объемов валютных активов (требований) и валютных обязательств (пассивов);

2) определение величины валютной позиции банка. Открытая валютная позиция рассчитывается как разность между активами и пассивами – по видам валют и по совокупности валют.

Для расчетов используются данные о курсах валют и цен на драгоценные металлы, устанавливаемых Национальным банком Республики Беларусь к белорусскому рублю. Глубина периода устанавливается исходя из целей расчета VaR: для однодневного VaR – 90 дней; для 30-дневного VaR – 1 год; для годового VaR – 3 года. Новые данные добавляются в модель ежедневно.

Разнообразие типов используемых банками моделей и их гибкость разрешены Базель II, ограничиваются минимальными количественными стандартами, которые следует соблюдать при расчете величины позиций, подверженных рыночным рискам, для их покрытия капиталом: оценку VaR следует осуществлять ежедневно, с 99%-ным доверительным интервалом,

минимальным периодом удержания 10 дней и периодом исторического наблюдения не менее одного года. Набор данных для модели следует обновлять не менее одного раза в квартал, переоценивать при возникновении существенных изменений на рынке и учитывать риски, связанные с опционами. Ключевым компонентом оценки позиций банка под риском выступает жесткая и всеобъемлющая программа стресс-тестирования, необходимая для идентификации событий, которые могут оказать серьезное влияние на банк.

3.3 Комплексная оценка эффективности инвестиционной деятельности страховых организаций

На разных этапах развития страховой организации, в контексте реализации главной цели эффективного управления организацией, основными источниками генерирования прибыли могут являться страховая и (или) инвестиционная деятельность. Кроме этого, страховая организация может формировать планируемый убыток по страховой деятельности, покрывая его прибылью от инвестиционной деятельности. Этим определяется необходимость разработки показателей оценки эффективности управления страховой деятельностью с учетом инвестиционной деятельности страховой организации.

Проведенное исследование страховых организаций выявило, что, более чем в 40% анализируемых временных периодах, страховые организации получали убыток от страховой деятельности. Причинами формирования убытков от страховой деятельности могут быть как отклонения плановых показателей, учтенных при формировании страхового тарифа от фактических, так и сознательная политика страховщика направленная на занижение страховых тарифов [91, с. 250].

Независимо от причин убыточности страховой деятельности, от менеджеров страховой организации требуется принятие управленческих решений для поддержания и обеспечения финансовой устойчивости и платежеспособности страховой организации. В связи с чем, особое внимание должно быть уделено определению безопасного уровня убыточности страховой деятельности.

Для целей оперативного управления и контроля предлагается использовать индикатор допустимого уровня покрытия убытка от страховой деятельности инвестиционной прибылью. Анализ эффективности управления деятельностью страховых организаций Республики Беларусь позволил сделать вывод, что основным устойчивым (в среднем) источником генерирования прибыли от инвестиционной деятельности являются

проценты к получению, наибольший удельный вес по которым приходится на размещение и инвестирование средств страховых резервов. В этой связи, для повышения надежности индикатора в формуле его расчета будем использовать показатель «прибыль от инвестирования средств страховых резервов».

Отметим, предложенная формула определения индикатора допустимого уровня покрытия убытка от страховой деятельности инвестиционной прибылью является универсальной и при экономической целесообразности в ее состав могут быть включены другие элементы инвестиционной деятельности страховой организации.

Предлагается использовать два индикатора, которые были получены путем решения неравенств с последовательной заменой переменных тождественными выражениями [110].

Первый индикатор получен на основе показателя «среднерыночный уровень доходности по инвестированию средств страховых резервов» (формула 3.1):

$$\overline{i_{\text{инв}}} \geq \frac{Y_{\text{сд}} + C_{\text{иср}}}{\text{СР}_{\text{инв}}}, \quad (3.8)$$

где $\overline{i_{\text{инв}}}$ – среднерыночный уровень доходности по инвестированию страховых резервов;

$Y_{\text{сд}}$ – убыток от страховой деятельности;

$C_{\text{иср}}$ – расходы по инвестированию средств страховых резервов;

$\text{СР}_{\text{инв}}$ – общий объем страховых резервов, размещенных (инвестированных) на финансовом рынке.

Второй индикатор применяется для более детальной оценки, в его основе – дифференцированный учет направлений инвестирования средств страховых резервов.

Индикатор рассчитывается по формуле (3.2):

$$Y_{\text{сд}} + C_{\text{иср}} \leq \sum_{j=1}^n \text{СР}_{\text{инв},j} \times i_{\text{инв},j}, \quad (3.9)$$

где $\text{СР}_{\text{инв},j}$ – объем страховых резервов, размещенных (инвестированных) по j направлению на финансовом рынке;

j – направление инвестирования средств страховых резервов;

n – количество направлений инвестирования средств страховых резервов;

$i_{инв,j}$ – уровень доходности по j направлению инвестирования средств страховых резервов.

Предложенные индикаторы служат для целей:

– установления коридора приемлемого варьирования значений факторов;

– оперативного управления и контроля реализации намеченной политики управления убытком от страховой деятельности с учетом инвестиционной деятельности.

Преимуществом предложенных индикаторов по сравнению с существующими методиками является относительная простота применения, акцентирование внимания субъекта управления на основных факторах, определяющих допустимый уровень покрытия убытков от страховой деятельности инвестиционной прибылью.

В целом разработанные индикаторы, определяющие критический уровень покрытия убытка от страховой деятельности прибылью от инвестирования средств страховых резервов, будут способствовать реализации комплексного подхода к управлению деятельностью страховых организаций, повысив, тем самым, его эффективность и оперативность.

В рамках данного подхода логичным будет обоснование формулы расчета показателя оценки эффективности страховой деятельности с учетом инвестиционной деятельности страховой организации, составляющих предмет деятельности страховщика [111].

Так как абсолютные показатели ограничены в оценке эффективности деятельности организации в силу различного масштаба ресурсов, капитала, затрат, задействованных для ее осуществления, то показатели рентабельности могут более полно, чем прибыль, охарактеризовать окончательные результаты деятельности организации. В этой связи показатели рентабельности являются главнейшими в системе критериев оценки эффективности деятельности любой организации.

В качестве целевого показателя мониторинга общей эффективности страховой и инвестиционной деятельности предлагается использовать комплексный показатель рентабельности страховой и инвестиционной деятельности. Его разновидностью является показатель предложенный Н. Б. Грищенко используемый в российской страховой практике, определяемый как отношение суммы технических результатов от страховой и инвестиционной деятельности к сумме премии [92, с. 250].

Отметим недостатки формулы расчета данного показателя. Согласно представленной Н. Б. Грищенко классификации показателей рентабельности,

данный показатель отражает эффективность страховой деятельности по отношению к обороту в сфере страхования [112, с. 200]. При этом в числителе показателя отражены показатели прибыли (убытка) по двум видам деятельности (страховой и инвестиционной), а в знаменателе представлен оборот только по страховой деятельности, что снижает качество формируемого показателя.

Применительно к белорусскому страховому рынку, в отдельных случаях, предлагаемый Н. Б. Грищенко показатель рентабельности страховой деятельности с учетом инвестиционного дохода может иметь низкую информационную значимость в контексте оценки эффективности деятельности страховой организации.

Подтверждением сказанному являются результаты проведенного анализа эффективности управления деятельностью страховых организаций. В этой связи, для повышения качества и информативности формируемых показателей оценки эффективности деятельности страховой организации, логичным будет применение дополнительного показателя, характеризующего рентабельность (окупаемость) затрат от страховой и инвестиционной деятельности.

Отметим, в страховой теории и практике является общепринятым расчет показателей рентабельности страховой деятельности, рентабельности страховых операций как относительно сумм взносов (оборотов в сфере страхования), так и относительно сумм расходов (затрат) по данным операциям.

Общеизвестно, рентабельность основной деятельности определяется путем отношения прибыли от реализации к сумме затрат на производство и реализацию.

По аналогии была построена формула расчета *комплексного показателя рентабельности страховой и инвестиционной деятельности* ($R_{сид}$) (формула 3.10) [110]:

$$R_{сид} = \frac{\Pi(Y)_{сд} + \Pi_{ид}}{C_{сд} + C_{ид}} = \frac{\Pi_{сид}}{C_{сид}}, \quad (3.10)$$

где $\Pi(Y)_{сд}$ – прибыль (убыток) от страховой деятельности;

$\Pi_{ид}$ – прибыль от инвестиционной деятельности;

$C_{сд}$ – расходы по страховой деятельности;

$C_{ид}$ – расходы по инвестиционной деятельности;

$\Pi_{сид}$ – прибыль от страховой и инвестиционной деятельности;

$C_{сид}$ – расходы по страховой и инвестиционной деятельности.

Показатель показывает, какую сумму прибыли получает страховая организация с каждого рубля затраченного по страховой и инвестиционной деятельности. Применение разработанного показателя рентабельности обеспечит комплексный подход к эффективному управлению деятельностью страховщика.

Сравнение значений показателя «рентабельность страховой деятельности с учетом инвестиционной деятельности», рассчитанных по действующей и разработанной автором формуле представлено в таблице 3.2.

Как видно из таблицы, по всем страховым организациям значения комплексного показателя рентабельности страховой и инвестиционной деятельности, рассчитанных по разработанной нами формуле имеют более низкие значения.

Таблица 3.2 – Сравнение значений показателя «рентабельность страховой деятельности с учетом инвестиционной деятельности», рассчитанных по действующей и разработанной формулам

Показатель	Значение показателя по периодам, %						
	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.
ЗАСО «Белнефтестрах»							
Действующая формула	-13,28	10,31	12,57	7,7	4,17	8,78	10,22
Разработанная формула	-11,02	10,63	12,97	7,82	4,06	7,99	9,31
СООО «Белкоопстрах»							
Действующая формула	-13,94	14,85	14,71	3,66	-9,33	6,49	23,36
Разработанная формула	-11,55	15,41	14,39	3,32	-7,52	5,63	20,73
«Белэксимгарант»							
Действующая формула	28,72	52,08	42,09	2,52	21,58	28,28	29,96
Разработанная формула	26,38	73,5	42,57	2,23	17,13	20,93	19,87
ЗАСО «Имклива Иншуранс»							
Действующая формула	13,55	57,31	27,6	21,03	108,68	65,92	42,91
Разработанная формула	13,11	77,98	28,28	15,69	114,59	65,51	60,87
ЗАСО «КЕНТАВР»							
Действующая формула	1,03	13,53	1,59	-6,07	-19,36	-9,99	16,23
Разработанная формула	0,95	13,71	1,33	-4,08	-13,31	-6,8	12,53
ЗАСО «Промтрансинвест»							
Действующая формула	-34,52	2,46	5,07	5,05	1,44	8,61	0,68
Разработанная формула	-24,14	2,33	4,81	4,93	1,05	7,21	0,47

Для оценки степени влияния факторов, определяющих формирование комплексного показателя эффективности страховой и инвестиционной деятельности, была разработана многофакторная модель формирования данного показателя.

Для разработки многофакторной модели был использован метод детерминированного факторного анализа с использованием приема расширения факторной модели (путем выполнения последовательных операций, начиная с простейшей модели с постепенным ее расширением и подключением к рассмотрению дополнительных факторов). Для оценки влияния факторов используется способ цепных подстановок. Преимущество данного способа – универсальность применения, простота расчетов.

Многофакторная модель формирования комплексного показателя эффективности (рентабельности) страховой и инвестиционной деятельности имеет следующий вид (формула 3.11):

$$R_{сид} = \frac{П_{сид}}{П_{ид}} \times \frac{П_{ид}}{Д_{ид}} \times \frac{Д_{ид}}{П(У)_{сд}} \times \frac{П(У)_{сд}}{P_{co}} \times \frac{P_{co}}{C_{сид}}, \quad (3.11)$$

где $П_{сид}$ – прибыль от страховой и инвестиционной деятельности;

$П_{ид}$ – прибыль от инвестиционной деятельности;

$Д_{ид}$ – доход от инвестиционной деятельности;

$П(У)_{сд}$ – прибыль (убыток) от страховой деятельности;

P_{co} – страховые взносы (премии) по страховым операциям;

$C_{сид}$ – расходы по страховой и инвестиционной деятельности.

По своему экономическому содержанию разработанная многофакторная модель включает показатели:

– коэффициент отношения прибыли от страховой и инвестиционной деятельности к прибыли от инвестиционной деятельности ($П_{сид}/П_{ид}$);

– рентабельность инвестиционной деятельности по доходам ($П_{ид}/Д_{ид}$);

– коэффициент соотношения доходов от инвестиционной деятельности к прибыли (убытку) от страховой деятельности ($Д_{ид}/П(У)_{сд}$);

– рентабельность (прибыльность, убыточность) страховой деятельности по взносам ($П(У)_{сд}/P_{co}$);

– коэффициент соотношения полученных страховых взносов, нетто к расходам по страховой и инвестиционной деятельности ($P_{co}/C_{сид}$).

Назначение разработанной многофакторной модели:

– анализ тенденций, направлений и степени влияния, детерминирующих результативный показатель, факторов;

– выявление резервов роста комплексных показателей прибыли и рентабельности страховой и инвестиционной деятельности;

– прогнозирование значений комплексных показателей прибыли и рентабельности страховой и инвестиционной деятельности;

– повышение эффективности управления комплексными показателями прибыли и рентабельности страховой и инвестиционной деятельности.

Таким образом, применение разработанных автором показателей обеспечивает взаимосвязь и координацию между формированием показателей эффективности управления страховой и инвестиционной деятельностью. В зависимости от поставленной главной цели эффективного управления страховая организация может прогнозировать убыток или прибыль от страховой деятельности.

С учетом содержания предмета деятельности страховой организации, ориентации эффективного управления деятельностью страховой организации на оценку комплексного показателя рентабельности страховой и инвестиционной деятельности является ключевым показателем мониторинга страховой и инвестиционной деятельности.

Для обоснования оптимального удельного веса прибыли от страховой и инвестиционной деятельности в прибыли до налогообложения, определяющих формирование более высокого значения показателя рентабельности финансово-хозяйственной деятельности страховой организации, была исследована взаимосвязь значений показателей «рентабельность финансово-хозяйственной деятельности», «удельный вес видов прибыли от страховой и инвестиционной деятельности в общей сумме прибыли страховщика» с целью выявления статистически значимых различий между значениями данных показателей.

Для решения данной задачи были произведены следующие действия:

1) деление на группы значений показателей удельного веса прибыли от страховой деятельности в общей прибыли страховой организации с интервалом значений в 10% (0–10%; 10,01–20%; 20,01–30%; ... 90,01–100%). Количество анализируемых временных периодов составило 47 (все периоды, в которых исследуемые страховые организации формировали прибыль от страховой, инвестиционной и финансовой деятельности);

2) ранжирование и выявление статистически значимых различий между группами показателей по значению показателя «рентабельность финансово-хозяйственной деятельности страховой организации» с использованием U-критерия Манна-Уитни.

В таблице 3.3 представлены результаты выявленных статистически значимых различий (уровень p - значения $< 0,05$) и не выявленных различий по U-критерию Манна-Уитни между сформированными группами показателей.

Таблица 3.3 – Результаты выявленных (не выявленных) статистически значимых различий между группами показателей. Признак сопоставления: удельный вес прибыли от страховой деятельности в общей сумме прибыли; значение показателя «рентабельность финансово-хозяйственной деятельности» (U-критерий Манна-Уитни)

Переменная	Суммарный ранг – Нет*	Суммарный ранг – Да*	Значение U-критерия	Уровень р-значения
Удельный вес прибыли от страховой деятельности в общей прибыли – менее 10%	975,0000	153,0000	0,00	0,000000
Удельный вес прибыли от страховой деятельности в общей прибыли – 10,01-20%	875,0000	253,0000	187,0000	0,794852
Удельный вес прибыли от страховой деятельности в общей прибыли – 20,01-30%	1038,000	90,00000	48,00000	0,465742
Удельный вес прибыли от страховой деятельности в общей прибыли – 30,01-40%	994,0000	134,0000	48,00000	0,158349
Удельный вес прибыли от страховой деятельности в общей прибыли – 40,01-50%	938,0000	190,0000	35,00000	0,012976
Удельный вес прибыли от страховой деятельности в общей прибыли – 90,01-100%	861,0000	267,0000	0,00	0,000000
Удельный вес прибыли от страховой деятельности в общей прибыли – менее 50%	308,0000	820,0000	0,00	0,000000
Была сформирована прибыль от страховой деятельности	1778,500	3372,500	553,5000	0,000000

Примечание – * Да – соответствует условию переменной; нет – не соответствует условию переменной.

Как видно из таблицы 3.3, статистически значимые различия были выявлены только по трем вариантам сопоставлений показателей, в которых удельный вес прибыли от страховой деятельности в общей сумме прибыли страховой организации находился в следующих интервалах: менее 10%; 90,01–100%; менее 50%. По всем выявленным различиям значения показателей «уровень р-значения» очень низкий, что свидетельствует об очень высокой достоверности полученных результатов. В случае, если удельный вес прибыли от страховой деятельности в общей сумме прибыли страховщика был менее 10% либо находился в интервале 90,01–100%, то показатель «рентабельность финансово-хозяйственной деятельности» имел

более низкие значения по сравнению с остальной совокупностью распределения показателей. При удельном весе прибыли от страховой деятельности в общей сумме прибыли страховщика менее 50% показатель рентабельности финансово-хозяйственной деятельности имел более высокие значения.

Полученные результаты взаимосвязи удельного веса прибыли от страховой деятельности и уровня рентабельности финансово-хозяйственной деятельности могут иметь рекомендательный характер для повышения эффективности управления деятельностью в современных условиях развития и функционирования страховщиков.

Проведенное исследование позволило сделать вывод о целесообразности в современных условиях развития национального страхового рынка ориентации страховой организации на первых трех стадиях жизненного цикла ее развития на инвестиционную деятельность как основной источник генерирования прибыли страховщика.

Ориентация страховой организации на инвестиционную деятельность как основной источник прибыли страховщика способствует решению двух важных задач развития страхового рынка и экономики государства: 1) повышает доступность страховых продуктов за счет снижения размера страхового тарифа; 2) обеспечивает государство недорогими источниками внутренних инвестиций. То есть данный подход сочетает реализацию интересов всех основных субъектов страховых отношений: государства, страховых организаций, страхователей. Необходимость гармонизации интересов данных субъектов была справедливо отмечена Т. А. Вerezубовой, А. П. Архиповым [113, с. 30; 114].

Таким образом, применение разработанного автором управленческого инструментария позволит обеспечить реализацию комплексного подхода к эффективному управлению деятельностью, ориентированного на рост капитализации страховой организации с учетом стадий жизненного цикла ее развития, целевой модели деятельности. Такой подход позволяет: согласовать все направления управленческой деятельности в контексте решаемых стратегических и тактических задач функционирования страховой организации с целью развития видов страхования, увеличения емкости страхового рынка, расширения уровня охвата страхового поля, усиления конкурентных позиций на рынке; 2) учесть интересы всех основных субъектов страхового рынка: страхователей, страховых организаций (акционеров) и государства.

4 КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ ПРОЦЕССА ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЯМИ

4.1 Управление хозяйственными рисками промышленных организаций в процессе инвестирования

Объективность наличия риска в хозяйственной (в т.ч. инвестиционной) деятельности и возможность управления внутренней средой организации посредством принятия и реализации управленческих решений позволяют выделить хозяйственный риск. Способность противостоять чрезмерной степени хозяйственных рисков дает возможность оценить качество управления в конкретной организации. В исследовании *хозяйственный риск* рассматривается через действия (целенаправленную деятельность, решения, выбор) экономических субъектов или их результаты, связанные с возможностью изменения управляемых состояний внутренней среды организации (предприятия).

Деятельность и развитие организации осуществляются при наличии ресурсных ограничений, существенной неполноты или неточности информации, неопределенности протекания экономических процессов. Следовательно, риск обусловлен ограничениями и неопределенностью, которые оказывают влияние на хозяйственный процесс и условия принятия и реализации альтернативных управленческих решений.

В трактовках риска явно прослеживаются два направления выяснения его сущности: как экономической категории и как оценочной, т.е. поддающейся измерению. Поэтому в работе в контексте оценки хозяйственных рисков на уровне конкретной организации понимается мера отклонения фактически полученного экономического результата от принятого за базу сравнения, учитывающая вероятность изменений состояния объекта в конкретной ситуации принятия и реализации управленческих решений [115].

При выяснении сущности и особенностей хозяйственного риска доказано, что риск побуждает субъекта к действию. Поэтому выделена побуждающая к действию составляющая риска, которая имеет два проявления – побуждает субъекта к принятию каких-либо мер по отношению к риску, или к его игнорированию в случае, если риск несущественный или неуправляемый для лица, принимающего решение.

Поскольку любое действие всегда связано с определенным мотивом для лица, принимающего решение, то предложено данную существенную особенность риска выделить как мотивирующую (мотивационную)

составляющую, которая обосновывает возможность и необходимость управления рисками хозяйственной среды [115].

При детальном и глубоком рассмотрении рисков ситуации в исследовании акцентируется внимание на первоисточнике ее возникновения в виде рискообразующих факторов. Предложена классификация факторов риска, построенная на систематизации встречающихся в специальной экономической литературе подходов и введении автором новых классификационных признаков, характеризующих специфику хозяйственной деятельности. На ее основе автором систематизированы хозяйственные риски по следующим признакам: структура системы – класс рисков; системное качество – группа рисков (производственный, коммерческий и финансовый); совокупность элементов системы – вид рисков; элемент системы – тип риска, что дает возможность целостно и системно исследовать риски хозяйственной деятельности организаций (рисунок 4.1)[116, 117].

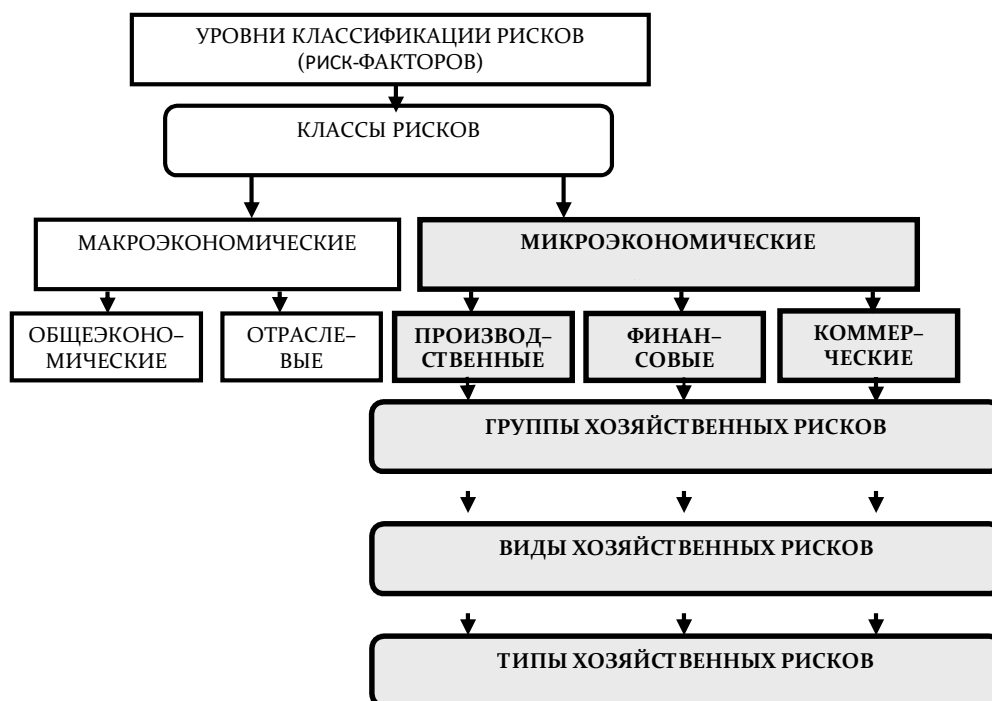


Рисунок 4.1 – Предлагаемая классификация рисков (риск-факторов)

Новизна предлагаемой классификации заключается во введении классификационных признаков – вид и тип риска, которые позволяют перейти от сложного состава рисков к простому элементарному риску и его конкретной причине.

Видом рисков являются риски, влияющие на совокупность элементов процессов производства, реализации и финансовой деятельности

организации.

Тип риска – это элементарный простой риск, связанный с конкретным элементом хозяйственной деятельности и конкретной причиной риск-ситуации.

Производственный риск в исследовании рассматривается, как риск, связанный с производством продукции, товаров, работ и услуг, в процессе которого руководители различных уровней управления решают вопросы использования трудовых ресурсов и активов, методов производства и управления. Основными факторами производственного риска организаций являются долгосрочные (внеоборотные) и краткосрочные (оборотные) активы, персонал.

Коммерческий риск – это риск, возникающий в процессе снабжения и реализации произведенных или закупленных товаров, работ и услуг, а также в процессе маркетинговой деятельности. Наиболее важными факторами коммерческого риска организаций являются сбытовой, снабженческий, маркетинговый.

Под финансовым в исследовании рассматривается риск, возникающий в процессе движения финансовых ресурсов, а также осуществления расчетов (вложений). Основными факторами финансового риска организаций являются структура капитала, платежеспособность, инвестиции.

Детализация факторов риска в деятельности организаций промышленности позволила выявить, подвергнуть анализу и оценке 22 фактора производственных рисков, 10 факторов финансовых и 13 факторов коммерческих рисков.

В результате исследований систематизированы и получили развитие теоретико-методологические основы исследования хозяйственных рисков, которые являются базисом совершенствования методического инструментария оценки риск-ситуаций в реальных условиях осуществления хозяйственной деятельности, в том числе организациями промышленности Республики Беларусь в процессе осуществления их инвестиционной деятельности.

Оценка хозяйственных рисков организаций промышленности осуществлена в виде разработки показателей оценки уровня хозяйственных рисков, а также их экономических последствий влияния на результаты деятельности организаций.

Проведенный анализ достоинств и недостатков существующих методологических подходов, а также возможности и целесообразности их применения для оценки рисков ситуаций в организациях промышленности выявил ряд ограничений, которые делают невозможным их применение на большинстве отечественных промышленных предприятий (особенно на стадии внедрения риск-менеджмента в управленческую деятельность).

Последнее обусловило необходимость разработки альтернативных подходов к оценке рисков, которые реализованы в работе на основе использования комбинации аналитического и эвристического методов.

В рамках использования данных методов предложена методика анализа и оценки уровня хозяйственных рисков, сущность которой состоит в следующем: для оценки степени воздействия риска на основе анализа состояния и перспектив развития отрасли, подотрасли или конкретной организации выбирают наиболее информативные критерии (риск-факторы). Им присваивают определенные уровни, которые сравнивают с фактическими или прогнозными значениями, выявляют фактические (прогнозные) отклонения, что позволяет определить степень риска. Итоговую оценку уровня влияния риск-факторов осуществляют по частным и обобщающему коэффициентам риска.

В методике оценки уровня влияния хозяйственных рисков каждый фактор оценивают следующими показателями:

1. Экспертная оценка (ЭО), которая ставится экспертами с ранжированием от «1» (лучшая динамика факторов риска) до «10» (худшая динамика факторов риска).

2. Приоритет (П), который определяется экспертами с учетом ранжирования факторов риска по уровню весомости (значимости) воздействия на анализируемую рисковую ситуацию: от «1» – наиболее важный фактор до «4» – наименее важный фактор. Приоритеты определяют значения весовых коэффициентов, соответствующих значимости факторов рисков. В основу расчетов весовых коэффициентов положено их доленое участие в заранее заданном значении общего весового коэффициента (вероятности p) по конкретной группе риска. Значение i -того весового коэффициента (BK_i) определяется по формуле 4.1:

$$BK_i = \frac{(n+1 - \Pi_i) \cdot p}{\sum_{i=1}^m (n+1 - \Pi_i)}, \quad (i = \overline{1, m}) \quad (4.1)$$

где n – максимальное значение приоритета по предложенной шкале; m – количество факторов риска; Π_i – среднее значение i -того приоритета.

3. Частные коэффициенты риска (KP_i) и общий коэффициент риска (KP) характеризуют оценку вероятности наступления рискового события. Их значения рассчитываются по следующим формулам:

$$KP_i = \frac{1}{M} \sum_{i=1}^m (\text{ЭО}_i \cdot BK_i) \quad (4.2)$$

$$KP = \sum_{i=1}^m KP_i \quad (4.3)$$

где KP_i – частный коэффициент i -того вида риска; M – максимальное значение балльной шкалы, используемой при оценке факторов риска; \bar{Y}_i – среднее значение экспертной оценки i -того фактора риска; BK_i – весовой коэффициент i -того фактора риска; KP – общий коэффициент риска.

В риск-менеджменте исключительную важность имеет информация о последствиях риска, поэтому разработана методика оценки размера экономических последствий. Потери или дополнительные доходы по исследуемым группам хозяйственных рисков могут быть рассчитаны в сравнении с запланированными показателями, показателями предыдущих периодов. Основой построения методики являются выявленные в работе взаимосвязи между риск-факторами и итоговыми финансово-экономическими показателями деятельности предприятия с точки зрения возможности отражать последствия исследуемых групп рисков. Информационной основой расчетов по предлагаемому алгоритму являются данные форм бухгалтерской отчетности [119].

Последствиями производственного риска ($E(PP)$) являются изменения себестоимости реализованной продукции (товаров, работ, услуг) (ΔC_{pn}), в том числе управленческих расходов (ΔP_y), скорректированных на сумму влияния налогов, отчислений, сборов и вероятность наступления производственного риска (B_{PP}) (формула 4.4):

$$E(PP) = (\Delta C_{pn} + \Delta P_y) \times B_{PP} \quad (4.4)$$

Последствия коммерческого риска ($E(KP)$) определяются изменениями стоимостной оценкой расходов на реализацию продукции, затрат на маркетинговую деятельность, а также других коммерческих затрат (расходов) организации (ΔP_P), изменения остатков нереализованной продукции ($\Delta P_{nрп}$), скорректированных на вероятность возникновения коммерческого риска (B_{KP}) (формула 4.5):

$$E(KP) = (\Delta P_P + \Delta P_{nрп}) \times B_{KP} \quad (4.5)$$

Последствиями финансового риска ($E(\Phi P)$) являются изменения финансирования по текущей ($\Delta \Phi_t$), инвестиционной ($\Delta \Phi_u$), финансовой деятельности ($\Delta \Phi_\phi$), скорректированные на сумму влияния внешних финансовых условий и вероятность наступления финансового риска ($B_{\Phi P}$) (формула 4.6):

$$E(\Phi P) = (\Delta\Phi_t + \Delta\Phi_u + \Delta\Phi_f) \times V_{\Phi P} \quad (4.6)$$

Итоговая оценка последствий хозяйственных рисков ($E(XP)$) определяется как сумма экономических последствий (формула 4.7):

$$E(XP) = E(PP) + E(KP) + E(\Phi P) \quad (4.7)$$

Предлагаемые показатели имеют научную новизну и практическую значимость, поскольку позволяют выявить уровень хозяйственных рисков и их экономических последствий, определить приоритетные направления стабилизационных и превентивных управленческих воздействий, а также ключевые факторы успеха для разработки стратегии поведения на рынке, что в свою очередь позволит обеспечить стабильное финансово-экономическое состояние организаций исследуемой отрасли промышленности [118, 119].

Необходимо отметить, что подходы к оценке рисков, предложенные в исследовании, не призваны конкурировать с уже существующими методами и критериями. Их роль заключается в заполнении того пробела, где инструментарий многих методик недостаточен или в принципе неприменим.

Нами проведено исследование в сфере управления риск-ситуациями в организации. Исследованы возможности и предложены рекомендации по стратегическому управлению рисками на основе формирования системы управления риск-ситуациями и адаптации ее составляющих к условиям деятельности и развития организаций промышленности.

Сложное положение, в котором находятся многие организации промышленности, является следствием запаздывания реагирования на изменения риск-факторов внутренней и внешней среды их деятельности. У руководителей предприятий отсутствует своевременная и полная информация о состоянии и тенденциях развития внешней среды. Это затрудняет принятие эффективных решений по адаптации к ней внутренних параметров деятельности организаций промышленности. Следовательно, возникает необходимость перехода к управлению хозяйственными рисками на стратегической основе, поскольку, управляя внутренними риск-факторами, организации получают возможность успешно действовать в условиях постоянных изменений внешней среды.

В связи с этим разработан комплекс конкретных мероприятий по стратегическому управлению риск-ситуациями организаций промышленности:

- предложена модель системы управления рисками как совокупность семи подсистем управления (рисунок 4.2);

– предложен детализированный процесс управления рисками, что позволило выделить три стадии, в том числе диагностику риск-факторов (рисунок 4.3).



Рисунок 4.2 – Система управления хозяйственными рисками

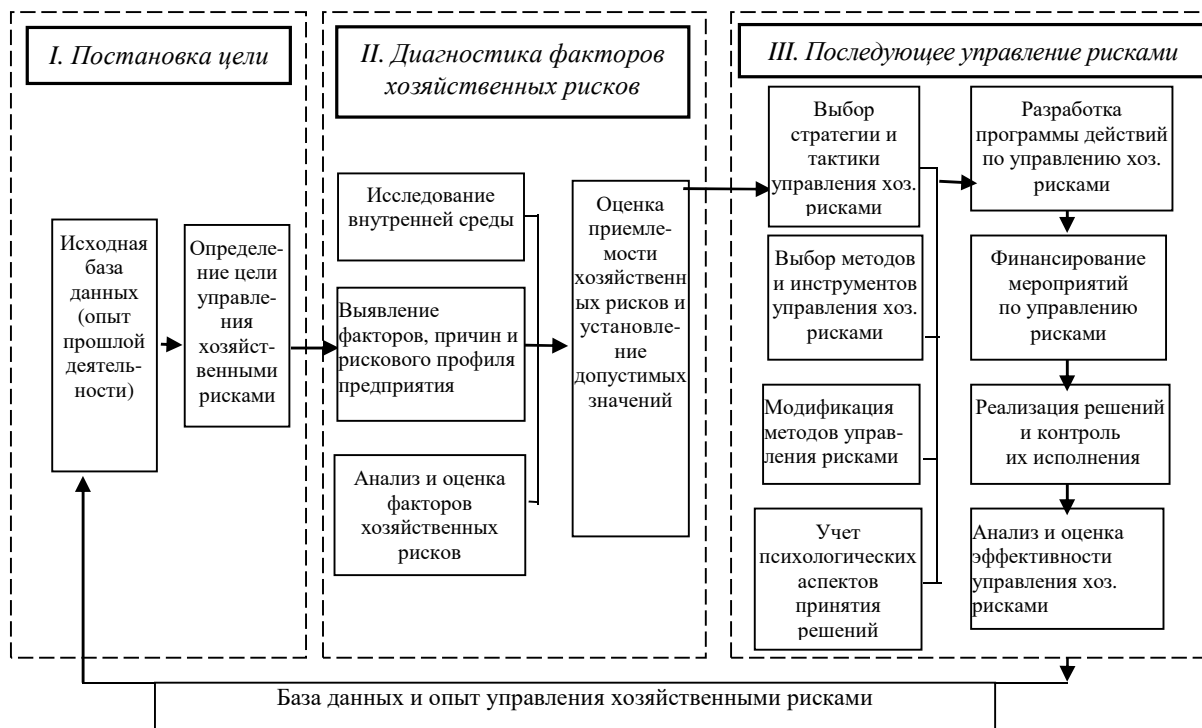


Рисунок 4.3 – Формирование стадий и детализация этапов в процессе управления хозяйственными рисками

В соответствии с концепцией инновационного развития, организации промышленности представляют собой систему, объединяющую три хозяйственных процесса: производство, реализация, финансы с соответствующими риск-факторами, и три соответствующих им инновационных процесса, для каждого из которых рассмотрены основные стратегические варианты трансформации деятельности и развития организаций, что соответствует активной стратегии управления рисками:

- осуществление технологических нововведений (инноваций) на основе технического перевооружения и модернизации производства, внедрения новых технологий и создания высокопроизводительных производств, обеспечивающих решение проблем ресурсосбережения и экологической безопасности процессов и продукции, технологической и товарной зависимости от зарубежных стран; выпуска наукоемкой продукции и др.;

- проведение инноваций в области маркетинга и реализации продукции за счет формирования цивилизованного потребительского рынка и рыночной инфраструктуры, развития собственной, межрегиональной и межотраслевой товаропроводящей сети, коммерческих связей со странами ближнего и дальнего зарубежья; формирования оптовых рынков снабжения и сбыта; обеспечения роста экспорта продукции; вовлечения в международное разделение труда; освоения узкоспециализированных сегментов рынка; совместных маркетинговых исследований и др.;

- внедрение инноваций в финансовые процессы через осуществление эволюционного перехода от ведомственной к кластерной ориентации, что позволит на последующих этапах сформировать на национальном уровне международные финансово-промышленные группы и встроить их в структуру транснациональных корпораций; углубление процессов кооперации, интеграции и развития межтерриториальной и межотраслевой организации взаимодействия субъектов науки, промышленности и хозяйствования; разработку эффективных механизмов стимулирования инвестиционной активности, рост финансирования НИОКР, направленных на разработку новых материалов и технологий, применение лизинговых схем, привлечение средств инновационных фондов и иностранных инвестиций.

4.2 Концептуальные основы анализа безубыточности деятельности строительных организаций в долгосрочном периоде

В основу исследования положена разработанная концепция анализа безубыточности деятельности строительных организаций, предполагающая

определение прибыли – P (profit) на основе анализа факторов времени – T (time) и скорости – S (speed) [120], [121], далее CTSP – анализ.

Суть предложенной концепции заключается в следующем: при планировании и анализе безубыточности деятельности строительных организаций необходимо учитывать фактор времени – период времени, за который достигается условие безубыточности деятельности и фактор скорости – скорость, с которой достигается условие безубыточности деятельности. Горизонт расчетов один календарный год.

Это обусловлено тем, что строительство имеет договорной характер отношений между заказчиком и подрядчиком, а, следовательно, объемы строительно-монтажных работ (далее – СМР) по каждому объекту привязаны к срокам их выполнения в соответствии с ПСД (проектно-сметной документацией) и графиком производства работ.

В краткосрочном периоде при расчете безубыточного объема СМР важнейшей задачей, стоящей перед менеджерами строительных организаций, является прогнозирование периода времени в течение которого произойдет возмещение совокупных затрат в полном объеме, т.е. периода времени в течение которого достигается безубыточность. Горизонтом анализа выступает календарный год.

Для данного периода указанная задача может быть сформулирована следующим образом: определить тот момент времени, начиная с которого можно считать, что конкретная организация за счет общей суммы покрытия 1 (сумма покрытия 1 – разница выручки от реализации работ и переменных затрат) по всем объектам возместила причитающуюся к погашению в отчетном году сумму годовых постоянных затрат. При этом до наступления данного момента прибыль полагаем равной нулю, т. е. вся сумма покрытия 1, рассчитанная по всем объектам, будет направлена на возмещение годовых постоянных затрат. В этом случае речь идет о возмещении годовых постоянных затрат в отчетном году [121]. Тем самым учитывается тот факт, что одновременно возводимые организацией объекты строительства имеют разные сроки начала и окончания работ в течение года.

В долгосрочном периоде для решения поставленной задачи предлагается расширить аналитические возможности авторской концепции CTSP-анализа, дополнив ее новыми факторами, влияющими на оценку эффективности деятельности строительных организаций в долгосрочном периоде.

На основе проведенных исследований выявлены и систематизированы закономерности, на которых базируется концепция CTSP – анализа. А именно, безубыточность деятельности строительных организаций имеет устойчивые связи с рядом экономических показателей и факторов:

- 1) зависимость безубыточности деятельности от фактора времени. Фактор времени показывает за какой период достигается условие безубыточности (годовые постоянные затраты полностью возмещены за счет сумм покрытия 1);
- 2) зависимость безубыточности деятельности строительной организации от фактора скорости строительства объектов недвижимости (выполнения объемов СМР). Действительно, строительство объекта технологически может быть выполнено с разной производительностью за счет использования машин и оборудования разной мощности и персонала различной квалификации, что предопределяет выполнение объемов строительно-монтажных работ с разной скоростью;
- 3) рекуррентный характер расчетов при проведении анализа безубыточности деятельности строительных организаций. Это означает, что для получения текущих значений показателей в анализируемом промежутке времени требуется учет значений показателей предыдущих периодов работы строительной организации. Данное обстоятельство обусловлено спецификой деятельности строительной организации – поэтапное выполнение СМР и ведение учета и анализа по каждому объекту нарастающим итогом;
- 4) зависимость скорости, с которой достигается безубыточность деятельности строительной организации от ее деловой активности. Чем больше деловая активность (обеспеченность договорами подряда), тем быстрее фирмой будет достигнуто условие безубыточности и наоборот;
- 5) вариабельность показателя безубыточности, как в краткосрочном, так и в долгосрочном периодах. Это означает, что в случае заключения нового договора строительного подряда безубыточность деятельности строительной организации изменит свое значение, как правило, в сторону сокращения периода времени и увеличения скорости ее достижения;
- 6) зависимость между фактором времени, за который достигается безубыточность деятельности, и фактом получения прибыли организацией. Чем короче период времени, за который достигается условие безубыточности, тем быстрее строительная организация сможет сформировать прибыль. При этом прибыль организации может быть рассчитана как по данным бухгалтерского учета (по методу отгрузки) – назовем ее «бухгалтерской прибылью», так и в реальных денежных единицах – по сумме реальной выручки, поступившей на счет подрядчика, назовем ее «реальной прибылью» соответственно;
- 7) зависимость между прибылью и фактом получения реальных денежных средств. Получение бухгалтерской прибыли организацией происходит быстрее, нежели реальной прибыли. Это объясняется тем, что используемый в настоящее время метод учета выручки от реализации работ по отгрузке означает такое условие, при котором выручка принимается к учету по акту

выполненных работ, подписанному как подрядчиком, так и заказчиком. Вместе с тем, оплата подписанного акта выполненных работ может быть произведена значительно позже, в связи с чем образуется дебиторская задолженность. Следовательно, реальная прибыль организацией будет получена только при том условии, что заказчик рассчитается полностью с подрядчиком за объем СМР, выполненных в отчетном году;

8) решения долгосрочного характера, связанные со стоимостью СМР, подвержены влиянию факторов инфляции и дисконта;

9) строительные организации, имеющие долгосрочные договоры подряда будут иметь своего рода гарантированный доход в будущем периоде. Как правило, многие договоры строительного подряда имеют долгосрочный характер – строительство ведется несколько лет. Следовательно, выполнение объемов работ в последующих годах, по сравнению с отчетным, будет приносить маржинальную прибыль (сумму покрытия 1 в будущих периодах (годах) согласно ПСД и графикам производства работ. При этом каждому будущему году будет соответствовать своя сумма годовых постоянных затрат.

Представим модель авторской концепции анализа безубыточности деятельности строительных организаций в долгосрочном периоде. Поскольку прогнозирование рассчитано на долгосрочный период (3 года и более), то суммы, планируемые к получению от заказчика, будут подвергнуты факторам потери стоимости в будущем периоде – инфляции и дисконтированию реальной стоимости будущих денежных потоков (рисунок 4.4).

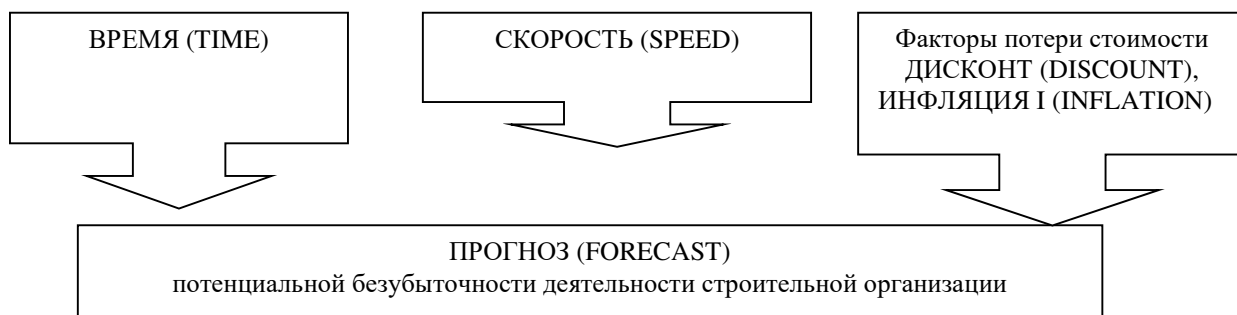


Рисунок 4.4 – Многофакторная модель авторской концепции анализа безубыточности деятельности строительных организаций в долгосрочном периоде

Представленная многофакторная модель анализа безубыточности деятельности строительных организаций позволяет исследовать влияние на эффективность деятельности строительной организации в будущем периоде таких факторов как: время – T (time); скорость – S (speed), потеря стоимости

ожидаемых поступлений от заказчика (I – inflation, D – discount). Данное обстоятельство позволяет переименовать концепцию CTSP – анализа, дополнив ее факторами инфляции и дисконта, далее концепция CTSPID-анализа.

Решение поставленной задачи потребовало использования определенного категориального аппарата. Приведем ключевые положения и понятия.

Эффективность деятельности строительной организации в долгосрочном периоде может быть достигнута только в случае достижения ею ежегодной безубыточности в течении всего анализируемого периода. В этой связи уместно говорить для целей исследования о потенциальной безубыточности деятельности строительной организации в долгосрочном периоде.

Определим потенциальную безубыточность деятельности строительной организации в долгосрочном периоде как возможность достижения ежегодной безубыточности деятельности за счет заключенных в настоящее время и планируемых к заключению в будущем договоров строительного подряда. На этом основании *потенциальная безубыточность деятельности строительной организации в долгосрочном периоде* представляет собой некий гарантированный вклад в достижение безубыточности будущих периодов за счет образуемой общей суммы покрытия 1 по всем объектам, возмещающей часть годовой суммы постоянных затрат соответствующего анализируемого года с учетом факторов потери стоимости ожидаемых денежных потоков.

Для измерения потенциальной безубыточности деятельности введен показатель «запас безубыточности будущих периодов», который по своему экономическому содержанию дает оценку потенциальной способности достижения безубыточности деятельности строительной организацией в определенном временном промежутке в будущем, по сравнению с отчетным периодом.

Следовательно, выполнение объемов работ в последующих годах, по сравнению с отчетным, будет приносить маржинальную прибыль (сумму покрытия 1) по всем объектам в будущих периодах (годах) согласно ПСД и графикам производства работ. При этом каждому будущему году будет соответствовать определенная сумма годовых постоянных затрат, скорректированная на уровень инфляции и дисконта.

Запас безубыточности будущих периодов показывает долю годовых постоянных затрат, которую сможет возместить строительная организация за счет общей суммы покрытия 1 по всем планируемым к реализации объектам в конкретном будущем году с учетом факторов потери стоимости планируемых

поступлений от заказчиков.

Наличие запаса безубыточности будущих периодов будет выгодно отличать данного подрядчика среди подрядчиков, выполняющих мелкие объекты (СМР), строительство которых в соответствии с ПСД и графиком производства работ запланировано в течение одного календарного года.

При этом следует подчеркнуть, что долгосрочный характер строительства объектов влечет за собой потерю стоимости будущих поступлений от заказчиков под влиянием факторов инфляции и дисконта в долгосрочном периоде.

Это потребует приведения стоимостных показателей будущих периодов к начальному моменту времени (отчетному году) с учетом указанных факторов.

Дисконтирование – процесс приведения разновременных денежных потоков (поступлений и выплат) к текущему моменту времени [122, с.40]. В этих целях западными экономистами была предложена формула для вычисления коэффициента пересчета:

$$DF = \frac{1}{(1 + E_k)^n}, \quad (4.8)$$

где E_k – ставка дисконтирования, представляющая собой процентную ставку, отражающую нормальное изменение стоимости финансовых активов в единицу времени; n – период времени в годах, отделяющий текущий момент времени от будущего (к которому относится финансовый актив). По мнению А.О. Левковича «поскольку в основе дисконтирования лежат расчетные процедуры, которые связаны с оценкой процентных ставок, формируемых на рынке капитала, то выбор их представляет собой весьма сложную задачу. Правильный выбор ставки дисконтирования позволяет принимать адекватные управленческие решения. Неверная ставка дисконтирования может привести к искажению показателей эффективности и, следовательно, в лучшем случае – к недополучению прибыли, а в худшем – к банкротству предприятия» [122, с.40].

Следует отметить, что в настоящее время еще не определена единая методика выбора ставки дисконтирования, и в различных источниках можно встретить обоснования следующих значений последней:

- ставка рефинансирования Национального банка Республики Беларусь;
- наименьшая ставка по кредитам коммерческих банков, доступная для конкретного субъекта хозяйствования (принимающего решение);
- среднерыночная стоимость ресурсов на рынке капитала;
- среднерыночная ставка по депозитам;

- норма рентабельности по субъекту хозяйствования;
- средняя норма рентабельности по отрасли;
- средневзвешенная цена капитала (WACC) и др. [122, с.41].

Тем не менее, по мнению И.М. Волкова «принимая решение об инвестировании денег в проект, необходимо учитывать: инфляцию; риск, неопределенность; возможность альтернативного использования денег» [123, с. 134].

Более того, выбранную ставку дисконта следует скорректировать на темп инфляции. Согласно методике, приведенной В.В. Ковалевым, «это можно делать корректировкой на темп инфляции (i) либо будущих поступлений, либо ставки дисконтирования. Более простой является методика корректировки ставки дисконтирования на темп инфляции. Логика и техника подобной корректировки базируется на некотором соотношении процентных ставок в условиях инфляции» [124, с. 246] и рассчитывается по формуле:

$$1 + p = (1 + r)(1 + i) \quad (4.9)$$

где p – номинальная ставка; r – реальная процентная ставка; i – темп инфляции. [12, с. 247]. Данную формулу можно упростить

$$1 + p = 1 + r + i + ri \quad (4.10)$$

Последним слагаемым, ввиду его малости, в практических расчетах зачастую пренебрегают, поэтому можно считать, что

$$p = r + i, \quad (4.11)$$

причем равенство (4.11) выражает так называемый эффект Фишера, суть которого в том, что инфляция неизбежно влечет за собой рост номинальных процентных ставок, а именно: в условиях инфляции номинальная процентная ставка (т.е. ставка, заявляемая в финансовых договорах) превышает реальную процентную ставку (т.е. ту доходность, которая устраивает инвестора в безинфляционной экономике) на темп инфляции. Отсюда следует очевидная последовательность действий аналитика, оценивающего проекты в условиях инфляции: он должен увеличить реальную процентную ставку на темп инфляции и полученный результат использовать в качестве ставки дисконтирования [12, с. 247].

Результаты настоящего исследования по изучению взаимосвязей и взаимовлиянию факторов инфляции и дисконта в реальных экономических

условиях представлены в виде матрицы (рис. 4.5).

В связи с тем, что дисконтирование по своей сути означает прогнозирование будущей стоимости денежных потоков, то примем обозначение исследуемой ставки дисконта D_f , поскольку в переводе на английский язык прогноз – forecast, инфляции – I_f соответственно.

$D_f \backslash I_f$	снижающийся дисконт	постоянный дисконт	растущий дисконт
растущая инфляция	–	+ –	+
стабильная инфляция	+ –	+	+ –
снижающаяся инфляция	+	+ –	–

Рисунок 4.5 – Взаимосвязи факторов инфляции и дисконта при составлении прогноза эффективности деятельности строительной организации на долгосрочный период времени

Наиболее сильная взаимосвязь между фактором инфляции и фактором дисконта установлена в следующих сценариях развития экономической ситуации: «снижающаяся инфляция – снижающийся дисконт»; «стабильная инфляция – постоянный дисконт», «растущая инфляция – растущий дисконт». Следует отметить, что часть комбинаций значений факторов на рис. 4.5 не встречаются в экономике (отмечены знаком «–», например, развитие экономической ситуации по сценарию «растущая инфляция и снижающийся дисконт», либо встречаются очень редко (отмечены знаком «+ –»)).

В целях прогнозирования реальной годовой суммы постоянных затрат организации в соответствующем будущем году каждая строительная организация составляет смету общепроизводственных и общехозяйственных расходов, которые по своей сути являются постоянными расходами для организации – не зависящими от объема выполняемых СМР. Следует отметить, что по своему экономическому содержанию суммы годовых постоянных затрат организации (FC – fixed costs) являются для подрядчика расходами конкретного периода, а, поэтому они не подлежат дисконтированию, однако подвержены инфляции.

Для проведения анализа безубыточности деятельности строительных организаций в долгосрочном периоде раскроем необходимую информационную базу (таблица 4.1).

Предположим, что в текущий момент ($k=1$) организация имеет план строительства объектов, рассчитанный на K периодов (лет) ($k=\overline{1, K}$), и реализует (планирует к реализации) R объектов ($r=\overline{1, R}$). Оценивая результаты работы в каждом периоде можно рассчитать сумму покрытия 1 (S_1^{rk}) по каждому объекту, данные приведены в таблице 4.1.

Таблица 4.1 - Показатели для проведения анализа безубыточности деятельности в долгосрочном периоде

Объекты	1	2	K
Объект 1, руб.	S_1^{11}	S_1^{12}	S_1^{1k}
Объект 2, руб.	S_1^{21}	S_1^{22}	Закончилось строительство	S_1^{2k}
....
Объект R , руб.	S_1^{R1}	S_1^{R2}	Закончилось строительство	S_1^{RK}
Общая сумма покрытия 1 k -го года, руб. $\sum_{r=1}^R S_1^{rk}$	$\sum_{r=1}^R S_1^{r1}$	$\sum_{r=1}^R S_1^{r2}$		$\sum_{r=1}^R S_1^{rK}$
FC^k	FC^1	FC^2		FC^K

Исходя из представленных в таблице 4.1 показателей можно определить B^k – долю общей суммы покрытия 1 по всем объектам в годовой сумме постоянных затрат организации соответствующего года по формуле:

$$B^k = \frac{\sum_{r=1}^R S_1^{rk}}{FC^k} . \quad (4.12)$$

В целях отражения реальных сумм будущих денежных потоков произведем дисконтирование сумм покрытия 1 и учтем влияние фактора инфляции на годовую сумму постоянных затрат. В результате получим B_f^k – долю дисконтированных сумм покрытия 1 в сумме годовых постоянных затрат, рассчитанных с учетом инфляции:

$$B_f^k = \frac{\sum_{r=1}^R S_1^{rk}}{k \prod_{p=1}^k (1+I_d^p)} : \frac{FC^k}{k \prod_{p=1}^k (1+I_i^p)} , \quad (4.13)$$

где I_i^p – уровень инфляции для периода p , %, ($p = \overline{1, k}$);
 I_d^p – ставка дисконта для периода p , %, ($p = \overline{1, k}$).

Выполнив преобразования в (4.13) можно выделить множитель D_f^k , представляющий прогнозное значение коэффициента дисконтирования, характеризующего комплексное обесценивание будущих денежных потоков:

$$D_f^k = \frac{\prod_{p=1}^k (1 + I_i^p)}{\prod_{p=1}^k (1 + I_d^p)}. \quad (4.14)$$

Заметим, что в случае постоянного уровня инфляции I_i и постоянной ставки дисконта I_d , формула (4.14) принимает вид $D_f^k = \frac{(1 + I_i)^k}{(1 + I_d)^k}$.

На основании разработанных показателей составляется таблица 4.2.

Таблица 4.2 - Итоговые показатели для проведения анализа безубыточности деятельности строительной организации в долгосрочном периоде

Показатель	Период строительства, годы				
	1	2	K
Общая сумма покрытия 1 k-го года, руб. $\sum_{r=1}^R S_1^{rk}$	$\sum_{r=1}^R S_1^{r1}$	$\sum_{r=1}^R S_1^{r2}$...		$\sum_{r=1}^R S_1^{rK}$
Годовые общехозяйственные расходы организации k-го года, FC^k	FC^1	FC^2	...		FC^K
Доля суммы покрытия 1 в годовых FC , % B_f^k	$B_f^1 = \frac{\sum_{r=1}^R S_1^{r1}}{FC^1} \cdot D_f^1$	$B_f^2 = \frac{\sum_{r=1}^R S_1^{r2}}{FC^2} \cdot D_f^2$			$B_f^K = \frac{\sum_{r=1}^R S_1^{rK}}{FC^K} \cdot D_f^K$

Таким образом, усовершенствование авторской концепции СТSPID-анализа безубыточности деятельности строительных организаций позволяет

создать эффективную систему управления затратами и прибылью строительных организаций не только в краткосрочном, но и в долгосрочном периодах. Новая система управления прибылью учитывает отраслевые особенности функционирования строительных организаций, а также способна создать прозрачный процесс управления для достижения запланированных результатов, как для руководителей и менеджеров строительных организаций, так и для инвесторов (заказчиков), вкладывающих весомые капитальные вложения в строительство объектов, рассчитанные на долгосрочный период.

Закономерно, что приоритет в инвестировании будет отдан тем организациям, которые имеют наиболее долгосрочные отношения с заказчиками, а также значительный запас безубыточности будущих периодов в каждом предстоящем году. Чем больше запас безубыточности будущих периодов у подрядчика, тем более он конкурентоспособен и более привлекателен для инвестора. Поскольку у такого подрядчика снижены риски неполучения прибыли в будущих периодах за счет наличия заключенных договоров подряда на длительный период времени.

4.3 Комплексный бухгалтерский анализ модернизации предприятия в рамках концепций финансового и физического поддержания капитала

Предприятие, как единая система, подлежащая модернизации, формируется кругооборотом капитала, который представляет собой единство авансированной стоимости и материально-вещественного содержания. В процессе своего движения, сроков и характера оборота капитал условно разделяется на основной и оборотный. Обновление основного капитала является первостепенной задачей процесса модернизации предприятия.

Модернизация предприятий должна рассматриваться как главное направление повышения эффективности производства, которое представляет собой комплексное отражение конечных результатов использования всех ресурсов производства за определенный промежуток времени. Эффективность производства характеризует повышение производительности труда, наиболее полное использование производственных мощностей, сырьевых и материальных ресурсов, достижение наибольших результатов при наименьших затратах.

Оценка экономической эффективности производится путем сопоставления результатов производства с затратами. Конечным результатом производственно-хозяйственной деятельности предприятия за определенный промежуток времени является чистая продукция, т.е. вновь созданная

стоимость, а конечным финансовым результатом коммерческой деятельности – прибыль.

Измерение эффективности производства предполагает установление критерия экономической эффективности. На уровне предприятия формой единого критерия эффективности его деятельности может служить максимизация прибыли.

В Международных стандартах финансовой отчетности (далее – МСФО) при определении трактовок прибыли предприятия, основываются на концепциях капитала. Принципы подготовки и составления финансовой отчетности позволяют компаниям выбрать в качестве базы учетной методологии одну из двух концепций поддержания капитала - финансовой или физической.

МСФО допускает две концепции поддержания капитала и определения прибыли:

- поддержание финансового капитала;
- поддержание физического капитала.

Концепции поддержания капитала определяют то, каким образом предприятие трактует капитал, который она предполагает поддерживать в ходе своей деятельности. Для этого, во-первых, должна устанавливаться причинно-следственная связь между концепциями капитала и концепциями прибыли; во-вторых – должны устанавливаться критерии на основе которых будет измеряться прибыль.

Концепция поддержания капитала позволяет проводить различия между прибылью предприятия на вложенный капитал и поддержанием капитала. В этом смысле под прибылью (прибыль на вложенный капитал) понимается только увеличение стоимости активов, которые превышают суммы необходимые для поддержания капитала.

Предприятие сохраняет свой капитал в случае, если в конце отчетного периода оно имеет такую же величину капитала, которую имело в начале отчетного периода. В этом смысле прибыль является остаточной величиной, получаемой после вычета из доходов всех понесенных предприятием расходов и резервов для поддержания капитала. Отрицательная величина будет трактоваться как убыток.

Выбор концепции поддержания капитала обусловлен теми целями, которые ставит перед собой собственник при определении прибыли.

Основными условиями, при которых принято считать, что величина заработанной предприятием прибыли достаточна для поддержания финансового и физического капитала представлена в таблице 4.3.

Выбор финансовой концепции поддержания капитала осуществляется в тех случаях, когда собственник делает акцент на средства, инвестированные

в предприятие. В рамках данной концепции капитал рассматривается как синоним чистых активов или собственного капитала. Сутью капитала является способность обеспечивать генерирование чистого потока денежных активов, что может быть измерено в виде разницы между будущими поступлениями денежных средств от используемых активов и будущими денежными платежами по существующим обязательствам. Например, если притоки денежных активов ожидаются в размере 100 млн. руб., а оттоки по обязательствам 70 млн. руб., то капитал оценивается как 30 млн. руб.

Таблица 4.3 - Критерии поддержания физического и финансового капитала

Критерии поддержания капитала	
финансового капитала	физического капитала
<p>Поддержание финансового капитала измеряется в номинальном денежном исчислении или по постоянной покупательной способности. Если финансовые (денежные) доходы превышают расходы, то первоначально инвестированный капитал, поддерживается. Если расходы превышают доходы, то имеет место убыток, означающий потерю (истощение) финансового (денежного) капитала</p> <p>Прибыль признается, если:</p> <ul style="list-style-type: none"> - сумма чистых активов в конце отчетного периода больше чем в начале отчетного периода. 	<p>Поддержания физического капитала измеряется в единицах физической производительности, а прибыль считается увеличением этого капитала за отчетный период. В частности, доход можно измерить относительно поддержания покупательной способности инвестиций собственников.</p> <p>Прибыль признается, если:</p> <ul style="list-style-type: none"> - физическая производственная мощность предприятия в конце отчетного периода выше, чем в начале отчетного периода.

На практике концепция поддержания финансового капитала получила наибольшее распространение, т.к. она носит более универсальный характер и не привязана к конкретным видам физических активов предприятия.

Концепция физического поддержания капитала обусловлена целесообразностью сохранять и развивать производственную мощность предприятия, которая выражается в определенном выпуске натурального количества продукции. С этой точки зрения, генерирование чистого потока денежных активов определяется произведением производственной мощности в единицах выпущенной продукции на сумму прибыли, приходящейся на единицу продукции.

Выбор в пользу концепции физического поддержания капитала определяется в тех случаях, когда собственники ориентированы на приращение производственной мощности.

В свою очередь проведение модернизации предприятия влияет на капитал с точки зрения физической концепции и это увеличение производительности оборудования, а с точки зрения финансовой это максимизация прибыли.

Традиционная система учета и анализа не позволяет в достаточной степени глубоко и комплексно раскрывать всю совокупность причинно-следственных связей, обусловленных модернизацией предприятия. Поэтому в данной работе предпринимается попытка разработать методику бухгалтерского анализа в рамках концепций финансового и физического поддержания капитала, которые позволяли бы подвергнуть количественному и стоимостному измерению все те натурально вещественные процессы, существование которых обусловлено управленческими решениями, направленными на модернизацию производственного потенциала предприятия. В основу этой методики положено:

1. Системное представление о комплексе финансово-экономических отношений предприятия между собственниками, управляющими, поставщиками, покупателями, государством и кредиторами (рис. 4.8).

2. Кругооборот капитала типового промышленного предприятия (рис 4.9).

3. Бухгалтерское равенство, отражающее пять основных групп экономических показателей типового предприятия.

4. Классификация основных качественных признаков, позволяющих относить бизнес-операции субъектов хозяйствования, имеющих отношение к модернизации предприятия.

5. Выделение из общего потока данных бухгалтерского учета тех информационных треков, которые описывают порядок финансирования процессов модернизации предприятия в разрезе источников финансирования (собственный и заемный капиталы, доходов будущих периодов, лизинг, смешенное финансирование), объектов приложения инвестированного капитала, моментов его распределения по стадиям кругооборота и оценки конечных финансовых результатов о деятельности по модернизации предприятия.

Понимание общей концепции построения бухгалтерского анализа модернизации предприятия основано на четком представлении системы денежно-финансовых отношений, которое составляет основу системы хозяйственной деятельности любого предприятия. Многообразие денежно-финансовых отношений предприятия представлено на рис. 4.8.

Денежно-финансовые взаимоотношения между предприятием и собственниками (акционерами) возникают по поводу помещения последними своих капиталов в оборот хозяйствующего субъекта с целью получения соответствующих доходов по результатам его производственной деятельности (см. стрелку 1 рис. 1.2).

По поводу расчетов за полученные средства производства у предприятия возникают финансовые взаимоотношения с поставщиками (см. стрелку 2 рис. 4.8).

С банками у предприятия связаны финансово-кредитные отношения относительно привлечения в свой оборот ссуд, а также расчетов по ним (см. стрелку 3 рис. 4.8).

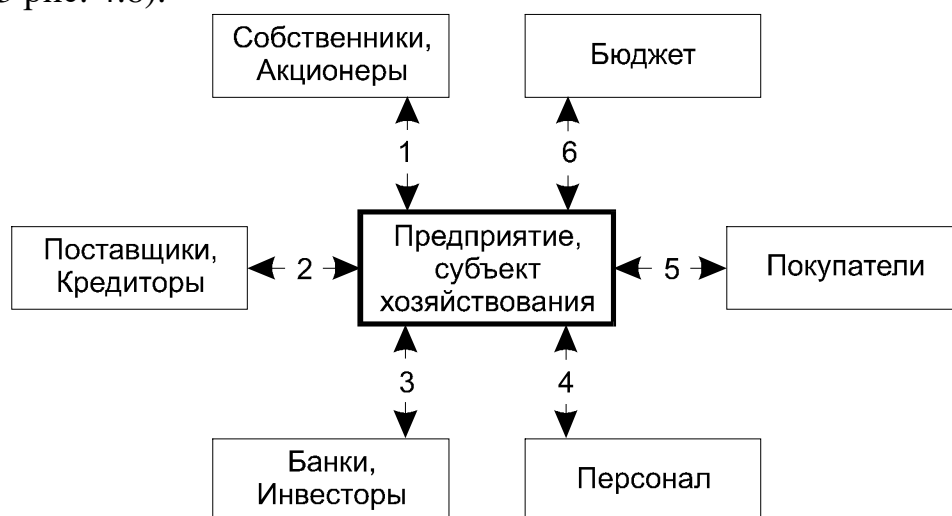


Рисунок 4.8. - Денежно-финансовые отношения предприятия

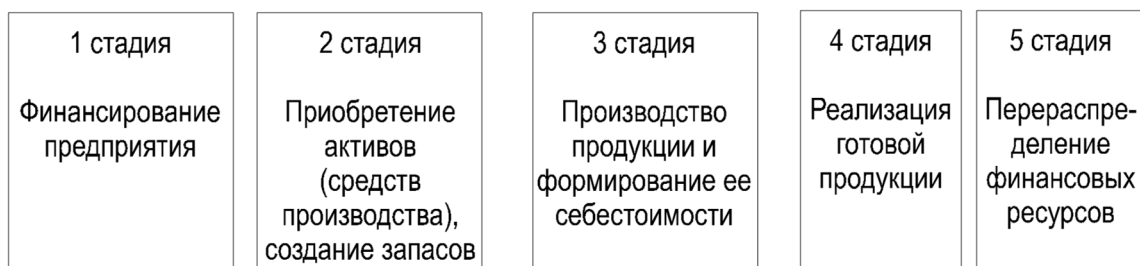
Финансовые взаимоотношения с наемным персоналом у предприятия возникают по поводу мотивации и оплаты труда (см. стрелку 4 рис. 4.8).

По расчетам за поставленную продукцию, выполненные работы и оказанные услуги у предприятия возникают финансовые отношения с покупателями и потребителями (см. стрелку 5 рис. 4.8). В результате этих отношений на предприятии формируется выручка.

Взаимоотношения с бюджетом у предприятия связаны с платежами налогов и поступлением правительственных инвестиций (см. стрелку 6 рис. 4.8).

Комплексный бухгалтерский анализ призван исследовать всю перечисленную совокупность денежных отношений предприятия.

Для этого необходимо детализировать процесс кругооборота средств предприятия. Такая детализация представлена нами на рис 4.9. Основу схемы кругооборота средств предприятия составляет известная формула: Деньги - Запасы...Производство... Готовая продукция - Приращенные Деньги.



Чистая прибыль и амортизация остаются на предприятии и характеризуют размер приращения собственности предприятия



Рисунок 4.9 - Кругооборот средств на предприятии

Среди сложного многообразия финансовых отношений предприятия, составляющих сущностную и содержательную основу его деятельности, можно выделить две основные группы отношений, которые образуют диалектическое единство противоположностей.

Это, во-первых, отношения по привлечению в оборот предприятия денежных средств (поступление денег), и, во-вторых, отношения по инвестированию денег с целью обеспечения стабильной работы предприятия, устойчивости его финансового положения, нормальной платежеспособности, максимальной отдачи вложенных капиталов и высокой общей эффективности производства.

Финансирование, как первая стадия кругооборота средств предприятия вкладывает в себя,

во-первых, процесс оценки той суммы денег, которая необходима для функционирования предприятия;

во-вторых, процесс изыскания и привлечения в оборот предприятия этих финансовых ресурсов (инвестиций) и,

в-третьих, вложение денежных средств в соответствующие активы, при помощи которых может быть произведена продукция, выполнены работы или оказаны услуги, способные принести после их реализации большую по сравнению с первоначальной инвестицией сумму денег.

Распределение и перераспределение заработанных предприятием в виде денег чистых доходов представляет собой процесс оценки того, в какой пропорции заработанные чистые доходы предприятия должны быть использованы на потребление и на накопление. Правильная оценка размера инвестиций, которые необходимо и достаточно должны быть реинвестированы в существующее производство или переведены на иные более эффективные рынки, является важнейшим условием дальнейшего наращивания капиталов собственников предприятия.

По сути пятая стадия кругооборота средств тесно связана с первой, т.к. направляемые на накопление и на расширение производства доходы являются одним из источников финансирования активов предприятия.

Важнейшими содержательными аспектами бухгалтерского анализа процессов модернизации являются, во-первых, формирование и, во-вторых, использование финансовых ресурсов предприятия.

Отправным моментом бухгалтерского анализа является оценка потребности предприятия в финансовых ресурсах необходимых для его эффективной модернизации. В этой связи должны быть определены виды и источники финансирования (как внутренние, так и внешние) модернизации. Важной проблемой, при этом, является верный выбор критериев при использовании доступных на финансовом рынке альтернативных источников финансирования модернизации. К числу таких критериев следует отнести размер издержек (платы в виде ссудного процента) за финансовые ресурсы, условия выплаты процентов и погашения кредита, реальность получения ссуд и займов, доходов будущих периодов, лизинг.

Кроме оценки потребности в ресурсах, к сфере управления финансами относится обеспечение практического получения денег из отобранных источников финансирования (рис. 4.10).

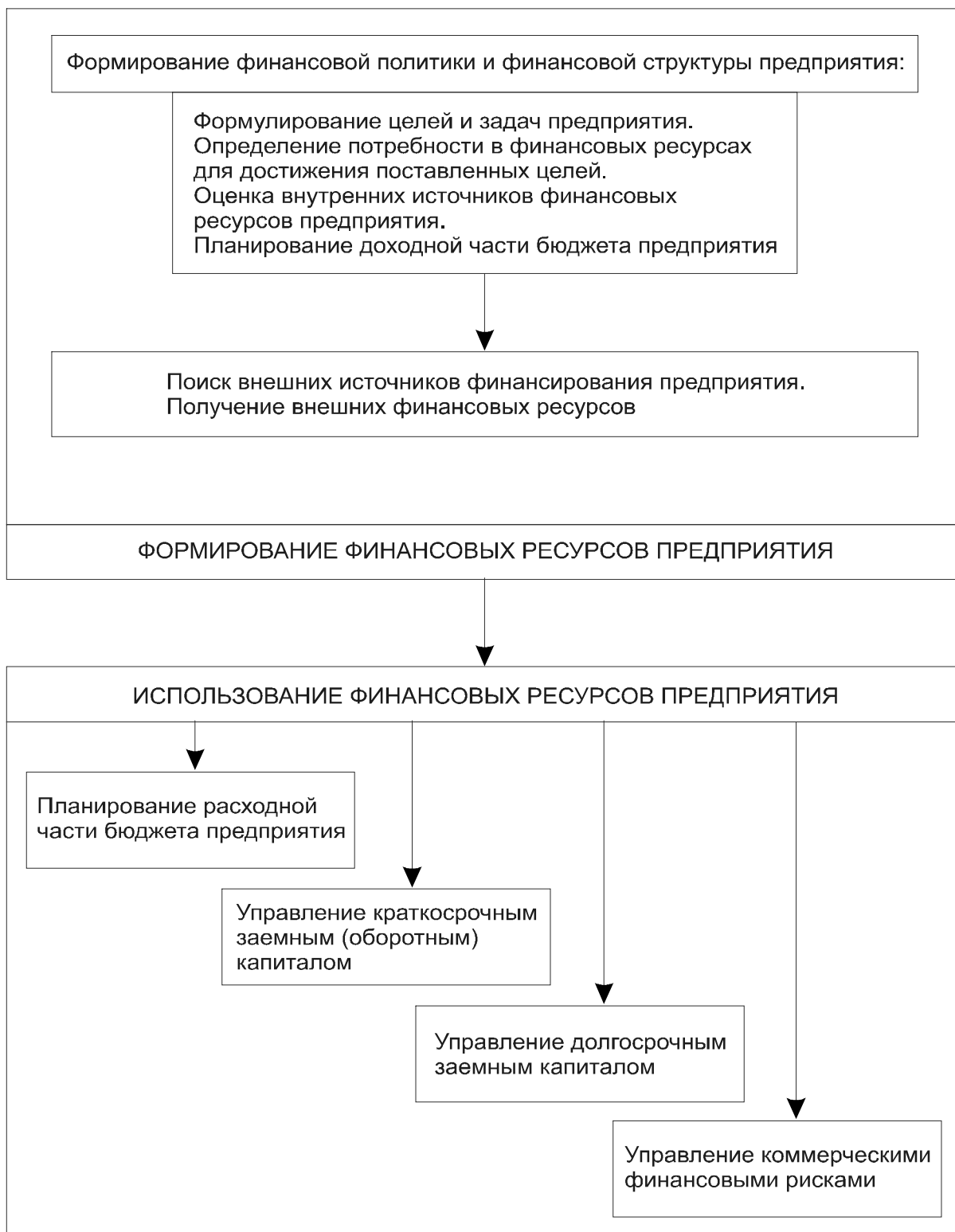


Рисунок 4.10 - Содержание финансового менеджмента модернизации

Основных источников привлечения финансовых ресурсов в оборот предприятия может быть два: собственные и заемные источники.

Решающее значение при выборе источников финансирования модернизации имеет максимальная выгодность тех условий, на которых может быть осуществлено инвестирование денег в предприятие.

К собственным источникам финансирования модернизации предприятия относится прежде всего акционерный капитал, а также направленная на накопление чистая прибыль.

Займы осуществляются в виде получения кредитов, целевого или специального финансирования.

Важнейшим аспектом содержания управления финансами предприятия является использование (инвестирование) полученных финансовых ресурсов. К основным инвестиционным направлениям относятся: инвестиции в средства труда (основные фонды), в предметы труда, в трудовые ресурсы и в ценные бумаги. В результате внутренних инвестиций на предприятии образуются активы, через управление которыми обеспечивается процесс производства и сбыта продукции, работ, услуг.

Для обеспечения эффективности модернизации предприятия в оперативном режиме управления, для его текущей платежеспособности и финансовой устойчивости важное значение имеет рациональное управление оборотным капиталом. Основным объектом управления оборотным капиталом, задействованным в ходе проведения модернизации, являются наличные денежные средства и их заменители (высоколиквидные ценные бумаги, акции, облигации, векселя). Кроме них, к сфере управления относится управление дебиторской и кредиторской задолженностями, организация своевременных поступлений по долгам и расчетов с покупателями, заказчиками, поставщиками, бюджетом и иными кредиторами, недопущение безнадежных долговых обязательств перед предприятием и кредиторами, своевременные расчеты по ссудам, налогам, оплате труда, дивидендам.

Следует отметить, что управление оборотным капиталом, инвестированным в целях модернизации предприятия, невозможно без управления складскими запасами, т.е. без обеспечения оптимальных количественных уровней запасов товарно-материальных ценностей, обслуживающих производственный цикл.

На заключительных фазах стадий финансирования и распределения чистых доходов на предприятии, полученных в результате модернизации, формируется два основных вида пропорций. Во-первых, это соотношение основного и оборотного капитала (размещение в соответствующие виды активов) и, во-вторых, это соотношение собственных и заемных источников

имущества предприятия. Эти пропорции являются важными объектами бухгалтерского анализа модернизации.

Предпринимательскую деятельность можно рассматривать как совокупность бизнес-процессов, в основе которых лежит универсальная схема кругооборота средств (капитала). Характерной особенностью современного предпринимательства является естественная необходимость диверсификации инвестиций в различные виды деятельности, для того чтобы обеспечить устойчивое положение в рыночной среде. Бизнес-процессы можно классифицировать по различным признакам, таким как: материально-техническое обеспечение бизнеса (производство продукции, работ, услуг), реализация продукции, а также по источникам финансирования деятельности (использование собственного, заемного и привлеченного капитала).

Одним из решающих условий обеспечения высокого уровня конкурентоспособности является деятельность по модернизации производственных процессов. Именно за счет модернизации предприятия могут поддерживать современный уровень своего технико-технологического потенциала, значительного качества продукции, высокой производительности труда, возможности выхода на внешние рынки.

Существующая в настоящее время система учета и отчетности главным образом ориентирована на отражение агрегированных данных по оценке активов, капитала, обязательств, доходов и расходов субъектов хозяйствования. Однако, при этом применение традиционных методов учета и анализа эффективности предпринимательской деятельности не позволяет получить информацию по достоверным данным в разрезе упоминавшийся выше реально протекающих бизнес-процессов и видах деятельности субъектов хозяйствования. Из информации, содержащейся в типовых формах финансовой отчетности, стандартизированных в соответствии с установленными требованиями (форма 1 «Бухгалтерский баланс», формы 2 «Отчет о прибылях и убытках», форма 4 «Отчет о движении денежных средств») нельзя сделать никаких выводов относительно условий, размеров и источников финансирования модернизации предприятия, ни об экономической эффективности ее осуществления, ни о рентабельности, производимой на модернизируемом оборудовании продукции, ни о тех денежных потоках, которые сопутствовали модернизации, ни о целевом использовании тех ресурсов, которые выделялись и направлялись на модернизацию. Такое положение дел снижает востребованность учетно-аналитической функции в системе принятия управленческих решений. Можно констатировать, что в настоящее время тот серьезный потенциал, который заложен в бухгалтерском учете и отчетности, как важнейшей

информационной системы менеджмента, используется крайне незначительно.

В этой связи, нами предлагается исследование, направленное на разработку ряда методик бухгалтерского анализа, применение которых позволит давать количественную оценку эффективности бизнес процессов и инвестиций в модернизацию предприятия, и на этой основе более глубоко и всесторонне исследовать общую эффективность деятельности субъектов хозяйствования.

Для устранения указанных недостатков предлагается использовать следующую методику бухгалтерского анализа предприятия, в основу которой положен принцип последовательной выборки и группировки в виде информационных треков учетных данных в разрезе активов, обязательств, капитала, доходов и расходов под влиянием хозяйственных операций, обусловленных проведением модернизации предприятия.

Универсальная информационная система бухгалтерского анализа основана на бухгалтерском равенстве:

$$\text{Активы(А)} = \text{Обязательства(О)} + \text{Капитал(К)} + \text{Доходы(Д)} - \text{Расходы(Р)}.$$

Вся совокупность множества хозяйственных операций может быть сгруппирована в разрезе 8 взаимозависимостей элементов бухгалтерского равенства (см. рисунок 4.11).

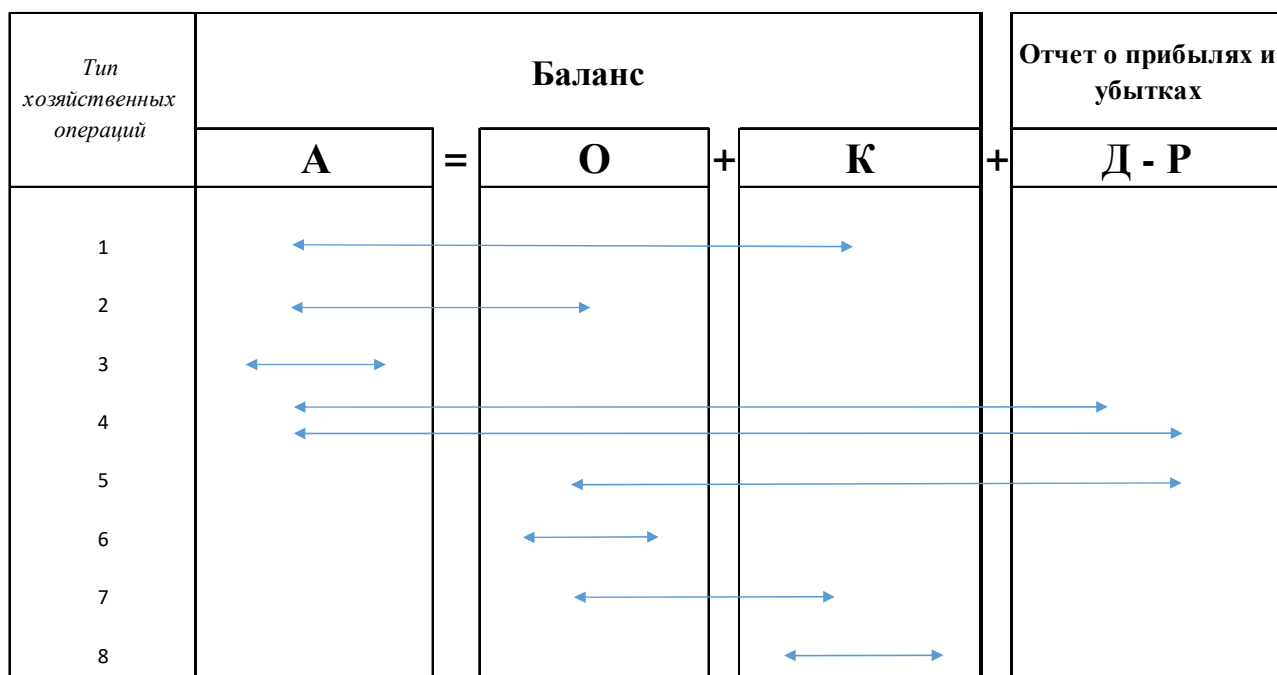


Рисунок 4.11 - Типы взаимозависимостей элементов бухгалтерского равенства

Очевидно, что 1-й тип хозяйственных операций отражает взаимодействия активов и капитала предприятия (например, формирование уставного капитала собственником в виде денежных средств).

2-й тип операций отражает использование предприятием заемного капитала (формирование активов за счет внешних заимствований и их погашение).

3-й тип отражает перераспределение средств предприятия внутри активов по стадиям кругооборота капитала (передача сырья в производство, поступление из производства на склад готовой продукции и т.п.).

4-й тип операций связан с реализацией готовой продукции, товаров, работ и услуг и списанием потребленных активов на расходы отчетного периода.

5-й тип – отражает формирование расходов за счет начисленных обязательств (начисление косвенных налогов)

6-й тип связан с перераспределением и реструктуризацией обязательств предприятия (перекредитование и т.п.).

7-й тип – отражает операции, затрагивающий счета обязательств и собственного капитала (как пример – начисление дивидендов).

8-й тип показывает отражение операций внутри собственного капитала (резервирование чистой прибыли, пополнение уставного капитала за счет прибыли).

Такая 8-ми уровневая типологизация хозяйственных операций может служить основой для внутренней группировки учётных данных по всем видам бизнес-процессов.

В дальнейшем, в соответствии со схемой, представленной на рисунке 1, из общего потока бухгалтерского учёта по средствам специальной выборки данных из первичных документов будут вычленяться информационные треки и сгруппированы по отдельным массивам данных по хозяйственным операциям обусловленных модернизацией предприятия (маркируются литерой «М»).

Предлагаемая методика обеспечивает формирование учётно-аналитических информационных моделей модернизации предприятия в привычном формате, т.е. в виде привычных отчётных форм (баланс, отчёт о прибылях и убытках, отчёт о движении денежных средств). Такой подход не нарушает целостность информационного потока формирования учётных и отчётных данных предприятия и обеспечивает методологическое единство оценки и сопоставимости активов, обязательств, капитала, доходов и расходов в общем контексте его хозяйственной деятельности и по бизнес-процессам, связанных с модернизацией в частности.

Фактически речь идёт о формировании аналитических суботчетных форм (суббаланс, суботчет о прибылях и убытках, суботчет о движении денежных средств) в рамках единой методологии формирования типовой отчетности предприятия с системным отражением процессов и результатов проводившейся на предприятии модернизации производства за отчетный период (отчет о прибылях и убытках) и на дату составления отчетности (бухгалтерский баланс). Это в свою очередь позволит определить показатели, отвечающих за состояние капитала предприятия в рамках финансовой и физической концепций поддержания капитала.

4.4 Финансовый механизм венчурного инвестирования и стадии кругооборота венчурного капитала

Финансовый механизм венчурного инвестирования можно представить в виде многоуровневой системы в связи со сложностью и многообразием форм организации и способов движения венчурного капитала. Обратившись к практике построения финансовых механизмов формирования капитала в целом, в нем целесообразно выделить следующие элементы: методы финансирования; инструменты; финансовые рычаги; способы мобилизации капитала; информационное обеспечение.

Представим графически подсистемы и элементы финансового механизма венчурного капитала (рисунок 4.12).

Основными условиями для эффективного функционирования всех подсистем финансового механизма венчурного инвестирования являются:

- возможность использования всех методов формирования ресурсной базы, определенной в рамках инновационного проекта;
- четкая регламентация, эффективное нормативно-правовое регулирование форм и способов функционирования финансового механизма;
- эффективное функционирование инновационной инфраструктуры;
- высокая управленческая и предпринимательская культура всех участников инвестиционно-инновационной деятельности

Рассмотрим подсистемы предложенного финансового механизма подробнее:

1. Подсистема формирования и мобилизации ресурсов. В сложившейся мировой практике инвестиционной деятельности существуют следующие методы финансирования инновационных в целом, и венчурных в частности, проектов: самофинансирование: привлекаются собственные ресурсы для финансирования инвестиционно-инновационной деятельности; долговое финансирование: получение ресурсов инвестиционных фондов, ассоциаций, банков, частных инвесторов на возвратной основе путем

принятия обязательств в форме кредитов, облигационных займов, факторинг и т.д.; долевое финансирование: продажа доли уставного капитала или пакета акций (аукционное долевое финансирование); бюджетное финансирование: получение грантов, средств из специализированных бюджетных фондов по финансированию научной и инновационной деятельности; смешанное финансирование: комбинация вышеприведенных методов финансирования в различных пропорциях.

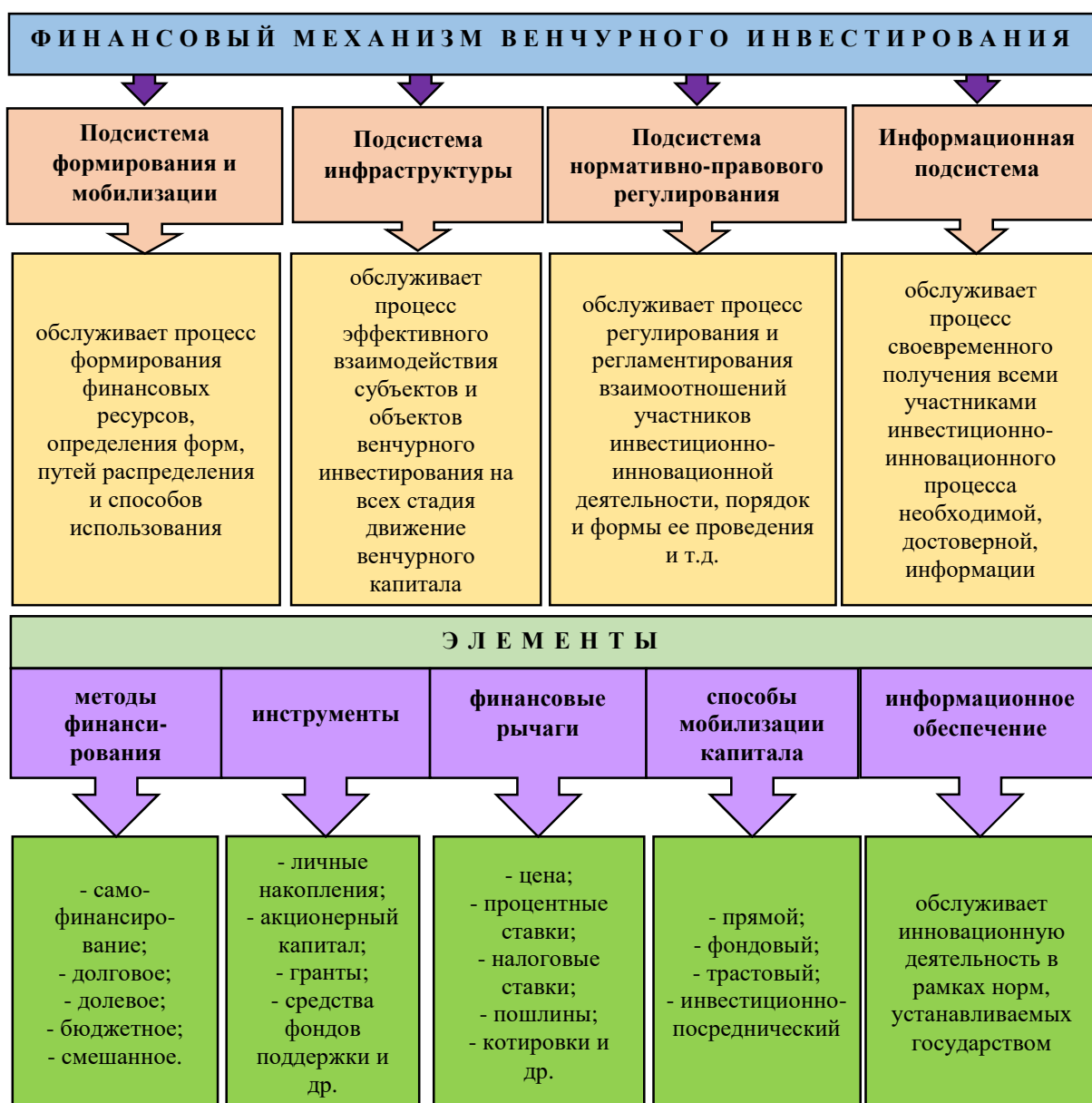


Рисунок 4.12 – Финансовый механизм венчурного инвестирования

2. Подсистема инфраструктуры. От развитости данной подсистемы во многом зависит эффективность венчурного предпринимательства. Под инфраструктурой венчурного предпринимательства мы будем в первую очередь понимать комплекс структур, которые будут способствовать

взаимосвязи субъектов и объектов венчурной инвестиционно-инновационной деятельности, и обеспечивать эффективное функционирование системы движения венчурного капитала. В первую очередь, речь будет идти о развитии и повышении эффективности функционирования инновационной инфраструктуры в Республике Беларусь, которая должна в полной мере обеспечивать Национальную инновационную систему необходимыми материально-техническими, финансовыми, организационно-методическими, информационными ресурсами.

3. Подсистема нормативно-правового регулирования. Выступает связующим звеном всех подсистем, путем регламентации и законодательного регулирования инвестиционно-инновационной деятельности на всех ее стадиях от момента формирования ресурсной базы до определения требований, предъявляемых к участникам данного вида деятельности. Прозрачность и понятность нормативно-правовой базы должны быть основными критериями при оценке эффективности организации и функционирования данной подсистемы. В отдельной строгой регламентации должна быть прописана степень участия и возможности влияния государства на венчурное предпринимательство.

4. Информационная подсистема. С учетом всех особенностей инвестиционно-инновационной деятельности, а также системы формирования, движения и использования венчурного капитала, как инвестор, так и инноватор, с учетом специфичности и рисковости данных видов деятельности, должны участвовать в принятии управленческих решений на всех стадиях движения венчурного капитала с целью получения максимальной отдачи от его использования. Следовательно, своевременное получение полной и достоверной информации всеми участниками инвестиционно-инновационной деятельности является необходимым условием.

Исходя из вышеизложенного, можно сделать вывод, что финансовый механизм венчурного инвестирования выступает как система организации финансовых отношений, возникающих в процессе вложения капитала, распределения и использования финансовых потоков в процессе венчурной деятельности, представленная комбинацией ресурсной, мобилизационной, инфраструктурной, информационной и нормативно-правовой составляющих её подсистем, способствующих реализации функционального назначения.

Необходимо предложить, обобщая терминологию и подходы к определению венчурного капитала большинством специалистов, свою интерпретацию данной категории с учетом отечественной практики венчурного финансирования, которая бы фиксировала его основные особенности.

Так, венчурный капитал – это особая форма долгосрочного высокорискового ресурса, образующегося на платформе симбиоза финансового и человеческого капиталов, вкладываемого в новые, растущие и быстроразвивающиеся организации и предприятия инновационных направлений деятельности, ориентированные на создание наукоемкого продукта, с целью получения прироста стоимости вложенных средств. На основе проведенного теоретического анализа экономической сущности венчурного капитала и предложенного авторского подхода к его определению, представим венчурный капитал структурно (рисунок 4.13).

Из представленного графического материала видно, что венчурный капитал – это симбиоз финансового и человеческого капитала капиталиста, сопровождающегося его сформированной идеей о возможностях применения венчурного капитала, управленческими навыками, накопленным опытом и умениями ведения конкурентоспособной системы хозяйствования.

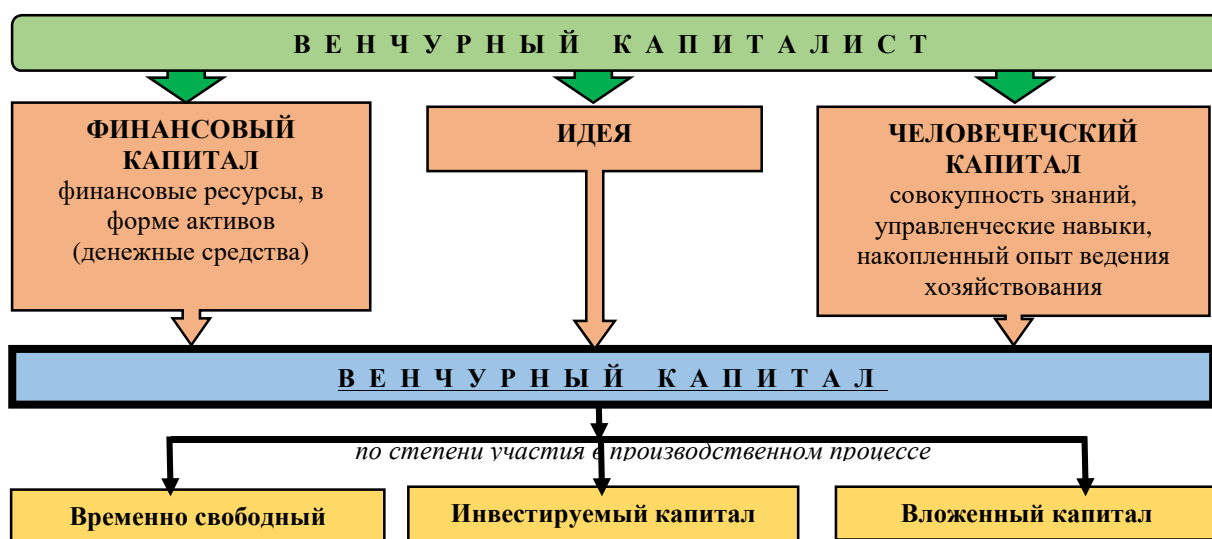


Рисунок 4.13 - Сущность и структура формирования венчурного капитала

Можно выделить основные стадии кругооборота венчурного капитала в процессе его движения с выделением форм капитала. Представим данные стадии графически (рисунок 4.14)

Рассмотрим функциональное назначение каждой стадии:

1. Стадия инвестирования, когда происходит первоначальное движение венчурного капитала к инновационному предпринимателю от венчурного капиталиста (финансовые ресурсы + управленческие навыки, накопленный опыт, идея) (денежная форма капитала + человеческий капитал).



Рисунок 4.14 - Кругооборот венчурного капитала

2. Стадия потребления. На этой стадии венчурный капитал преобразуется инновационными организациями в факторы производства (рабочая сила, ресурсы, средства производства), потребляемые для создания инновационного наукоемкого продукта (денежная форма венчурного капитала переходит производительную форму)

3. Стадия производства, когда производительный венчурный капитал в форме факторов производства преобразуется в товарный капитал в результате разработки инновационного продукта, т.е. происходит потребление приобретенных факторов производства и создание на их основе готового продукта по стоимости, превышающей затраты на покупку факторов производства (производительная форма венчурного капитала переходит в товарную форму венчурного капитала).

4. Стадия реализации инновационного продукта и преобразования товарного венчурного капитала в денежный с высоким приростом стоимости первоначально вложенного венчурного капитала за счет инновационного дохода (товарная форма переходит в денежную).

Таким образом, венчурный капитал, пройдя все стадии кругооборота, возвращается к инвестору с учетом прироста его стоимости в ходе реализации инновационного продукта. Следовательно, основной целью его движения должно являться получение инновационного дохода как венчурным капиталистом, так и инноватором. Из всего сказанного следует,

что особое внимание необходимо уделить именно первой стадии механизма движения венчурного капитала, а именно к выбору инновационной организации, в которую будет направлен венчурный капитал. Необходимо заметить, что для субъектов хозяйствования венчурный капитал является альтернативным источником привлечения дополнительных средств, в то время как для инвестора – безгарантийным высокорисковым вложением средств. На современном этапе экономического развития, венчурный капитал, поступивший в распоряжение субъектов малого и среднего бизнеса от инвестора может выступать в двух формах, а именно: собственного капитала, если инвестор вложил средства путем участия в формировании уставного капитала; заемного капитала, если инвестор, к примеру, финансировал деятельность путем покупки облигаций. Именно из-за сложности структуры и различий в природе источников формирования венчурного капитала проявляется двойственность его природы. В обоих случаях, владельцем венчурного капитала будет выступать инвестор. Представим механизм движения венчурного капитала с учетом определенной выше двойственности его природы графически (рисунок 4.15).



Рисунок 4.15 - Механизм движения венчурного капитала с учетом двойственности его природы

В то же время, при получении дополнительных источников финансирования инновационной деятельности субъект малого или среднего бизнеса, направляет данные средства на создание инновационного продукта. После его создания, он будет находиться в собственности именно инноватора. Инвестор сможет получить прибыль либо в момент продажи своей доли в уставном капитале (стоимость которой возрастет в случае успешной реализации инновационного проекта), либо же в момент возврата обязательств по заемному ресурсу (с учетом инвестиционного дохода).

Инноватор получает прибыль в ходе реализации инновационного проекта.

Для снижения рисковости венчурного инвестирования в первую очередь необходимо обратить внимание на законодательное регулирование инвестиционной деятельности, государственную политику в области поддержки инновационной активности, прозрачность как инновационного рынка, так и рынка инвестиционных ресурсов.

В то же время, при получении дополнительных источников финансирования инновационной деятельности субъект малого или среднего бизнеса, направляет данные средства на создание инновационного продукта. После его создания, он будет находиться в собственности именно инноватора. Инвестор сможет получить прибыль либо в момент продажи своей доли в уставном капитале (стоимость которой возрастет в случае успешной реализации инновационного проекта), либо же в момент возврата обязательств по заемному ресурсу (с учетом инвестиционного дохода). Инноватор получает прибыль в ходе реализации инновационного проекта.

Для снижения рисковости венчурного инвестирования в первую очередь необходимо обратить внимание на законодательное регулирование инвестиционной деятельности, государственную политику в области поддержки инновационной активности, прозрачность как инновационного рынка, так и рынка инвестиционных ресурсов.

Далее представим механизм взаимодействия участников предпринимательской деятельности с институциональной и функциональной точки зрения (рисунок 4.16).

Данный механизм был построен в соответствии с особенностями построения инновационных систем государства. концепция венчурного предпринимательства. Он отражает совокупность финансово-экономических, организационно-управленческих взаимоотношений хозяйствующих субъектов по поводу привлечения и использования венчурного капитала(инвестиционные ресурсы и предпринимательские способности) с целью динамичного развития нового бизнеса и получения высоких доходов от инвестиций.

Тем самым, в составе субъектов венчурного предпринимательства вполне правомерно могут быть организации, прямо не связанные с инвестиционными решениями, однако косвенно-играющие заметную роль в повышении инвестиционной активности.

Необходимо заметить, что развитие института венчурного предпринимательства в Республике Беларусь позволит сформировать эффективную Национальную инновационную систему.

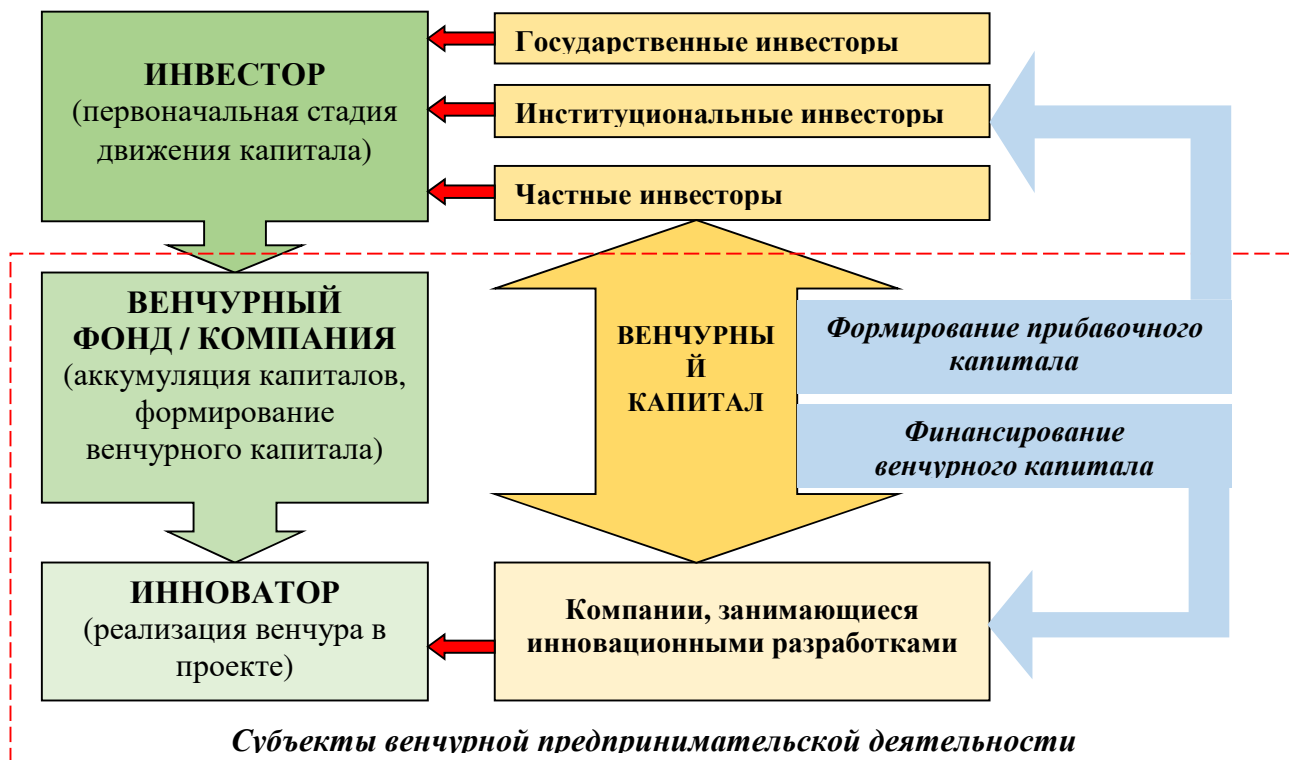


Рисунок 4.16 - Механизм взаимодействия участников предпринимательской деятельности с институциональной и функциональной точки зрения

По оценкам мировых экспертов отечественная инвестиционно-инновационная среда имеет ряд положительных моментов, позволяющих говорить о ее привлекательности для иностранных инвесторов, а именно:

- законодательное закрепление возможности регистрации венчурных фондов и организаций;
- льготные условия налогообложения предпринимательской деятельности, в частности наличие льгот по налогу на прибыль при выходе из венчурного проекта;
- низкий уровень коррупции;
- поддержка со стороны государства инновационной активности субъектов хозяйствования;
- высокая наукоемкость, обеспеченность необходимыми высококвалифицированными кадрами, высокий уровень человеческого потенциала Республики Беларусь.

Однако необходимо продолжить работу над совершенствованием инвестиционно-инновационной среды с целью привлечения иностранных инвестиций в высокотехнологичные отрасли народного хозяйства Республики Беларусь.

5 НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПОЛИТИКИ ГОСУДАРСТВА И ДРУГИХ СУБЪЕКТОВ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ОТНОШЕНИЙ

5.1 Анализ динамики развития экономики промышленности Республики Беларусь

Рассматривая динамику развития экономики промышленности Республики Беларусь в 2017 году, были получены следующие результаты. В структуре промышленного производства Республики Беларусь за 2017 год [8] обрабатывающая промышленность является основой национального промышленного производства и составляет 88,0% (рисунок 5.1).

Горнодобывающая и обрабатывающая промышленности, снабжение электроэнергией, газом, паром, горячей водой и кондиционированным воздухом, водоснабжение, сбор, обработка и удаление отходов, деятельность по ликвидации загрязнений составляют 26,8% от ВВП страны (30,9% от валовой добавленной стоимости (ВДС)). При этом на долю обрабатывающей промышленности приходится 22,2% от ВВП Республики Беларусь (25,6% от НДС), и она является ядром всей национальной экономики (рисунок 5.2).

Об эффективном развитии промышленного производства Республики Беларусь также свидетельствует достаточно высокий удельный вес отгруженной инновационной продукции в ее объеме – 19% [9].



Рисунок 5.1 – Структура промышленного производства Республики Беларусь за 2017 год

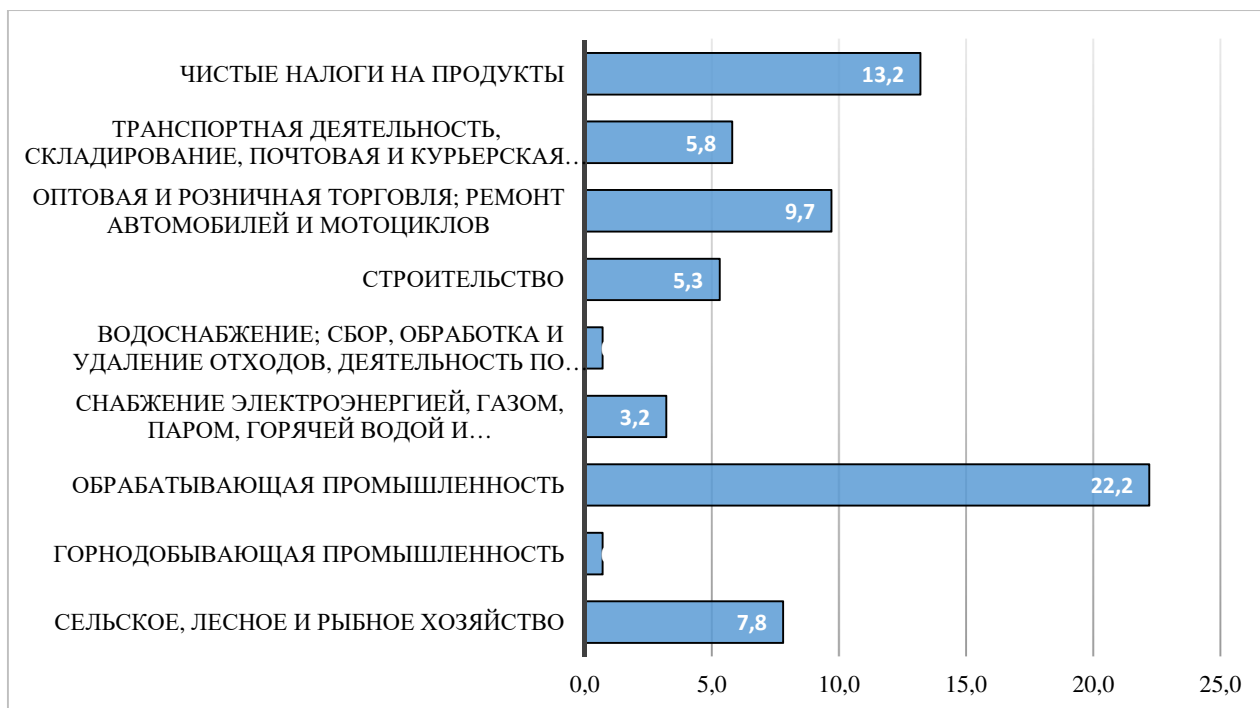


Рисунок 5.2 – Валовой внутренний продукт по основным видам экономической деятельности в 2017 году

Кроме того, следует отметить рост производительности труда по ВВП, находящийся в пределах от 103,2 в год до 104,1% в год [10].

Анализ динамики индекса промышленного производства (рисунок 5.3) показывает, что в 2010-е годы этот индекс испытывает падение со средним темпом – 0,83% в год, демонстрируя тем самым замедление темпов промышленного роста, характерное в том числе для периода приближения к этапу смены технологических укладов.

Необходимо отметить, что негативную динамику демонстрирует и индекс роста валового мирового продукта, проанализированный с 1971 по 2016 годы (рисунок 5.4), падающего со средним темпом 0,0433% в год.

Если вновь обратиться к динамике индекса промышленного производства в Республике Беларусь с 2011 по 2017 годы, необходимо отметить, что она продемонстрировала следующие показатели:

- горнодобывающая промышленность: –0,18% в год;
- обрабатывающая промышленность: –0,97% в год;
- производство продуктов питания, напитков и табачных изделий: –0,81% в год;
- производство текстильных изделий, одежды, изделий из кожи и меха: –0,4% в год;

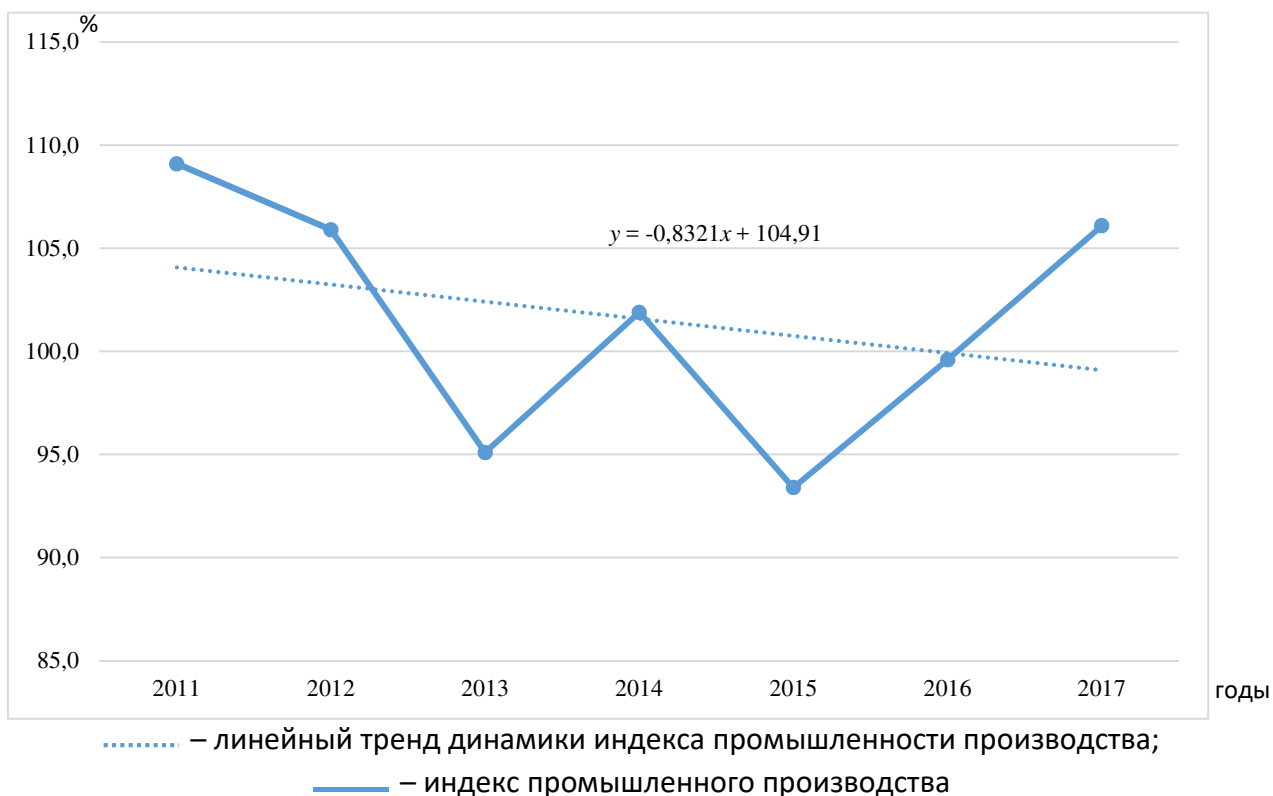


Рисунок 5.3 – Анализ динамики индекса промышленного производства в Республике Беларусь с 2011 по 2017 годы

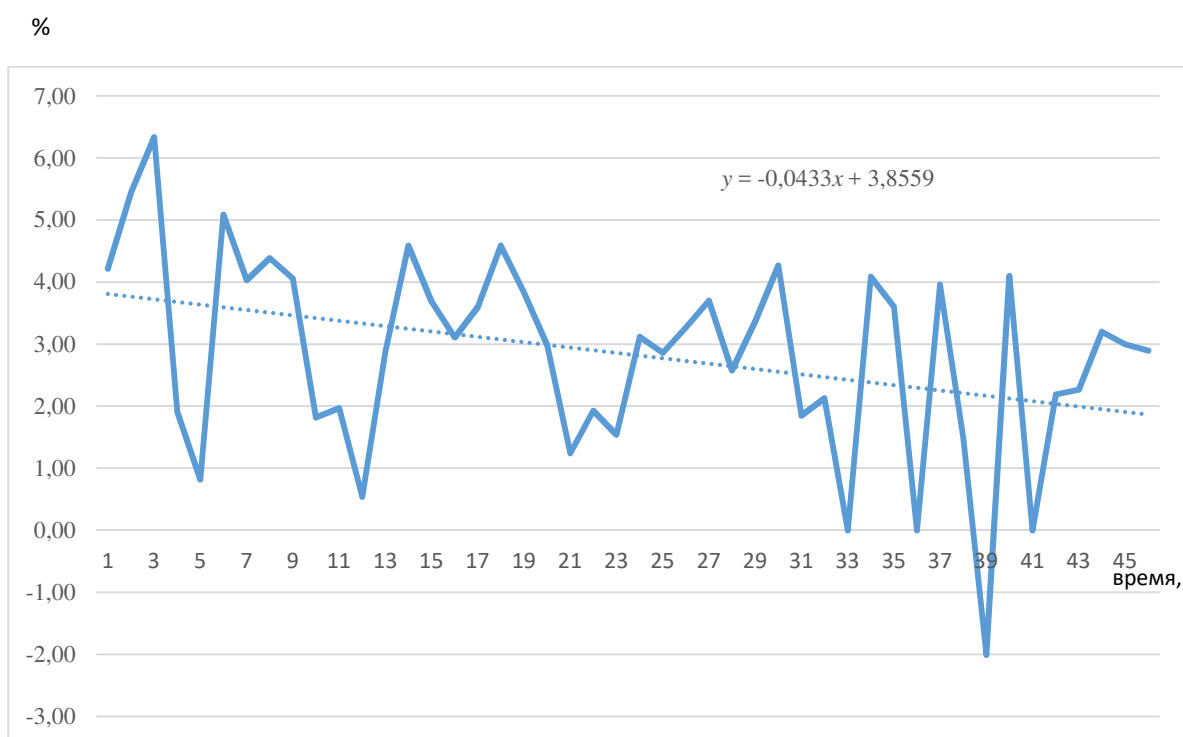


Рисунок 5.4 – Динамика темпа прироста валового мирового продукта с 1971 по 2016 годы, в фиксированных ценах 1970-го года

-производство изделий из дерева и бумаги, полиграфическая деятельность и тиражирование записанных носителей информации: +1,1% в год;

-производство кокса и продуктов нефтепереработки: -3,0% в год;

-производство химических продуктов: +0,23% в год;

-производство основных фармацевтических продуктов и фармацевтических препаратов: -0,30% в год;

-производство резиновых и пластмассовых изделий, прочих неметаллических минеральных продуктов: -1,01% в год;

-металлургическое производство, производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования: -0,63% в год;

-производство вычислительной, электронной и оптической аппаратуры: -1,07% в год;

-производство электрооборудования: -1,09% в год;

-производство машин и оборудования, не включенных в другие группировки: +0,72% в год;

-производство транспортных средств и оборудования: -4,87% в год;

-производство прочих готовых изделий; ремонт, монтаж машин и оборудования: -0,84% в год;

-снабжение электроэнергией, газом, паром, горячей водой и кондиционированным воздухом: +0,78% в год;

-водоснабжение; сбор, обработка и удаление отходов, деятельность по ликвидации загрязнений: -1,23% в год.

Таким образом, проведенные исследования показали, что по большинству видов производства наблюдается отрицательная динамика индекса промышленного производства. Этот факт является косвенным свидетельством спада экономической активности предприятий промышленности в рамках пятого технологического уклада при переходе к шестому.

Исключение составляют лишь несколько видов производства, характеризующихся положительной динамикой индекса промышленного производства.

В росте индекса промышленного производства изделий из дерева и бумаги; полиграфической деятельности и тиражировании записанных носителей информации наблюдается рост производства по последней из составляющих, демонстрирующих значимость информационных технологий не только для пятого, но и для шестого технологических укладов.

Рост индекса промышленного производства химических продуктов свидетельствует о том, что потенциал химических технологий и потребность в химических продуктах продолжает расти.

Рост индекса промышленного производства, связанного со снабжением электроэнергией, газом, паром, горячей водой и кондиционированным воздухом, можно объяснить не столько ростом объема потребления, сколько ростом тарифов на перечисленные виды ресурсов как в производственной, так и в социально-бытовой сфере.

Рост индекса промышленного производства машин и оборудования, не включенных в другие группировки, свидетельствует о росте спроса на продукцию этой категории. Причем формулировка «не включенных в другие группировки» в определенной мере свидетельствует об инновационной продукции, за которой традиционно не успевают инерционные статистические группировки.

Таким образом, проведенные исследования динамики индекса промышленного производства в Республике Беларусь показали, что как в целом, так и по большинству видов производства наблюдается отрицательная динамика индекса промышленного производства. Это свидетельствует о спаде экономической активности предприятий промышленности в рамках пятого технологического уклада при переходе к шестому.

Рост индекса промышленного производства по таким направлениям, как производство изделий из дерева и бумаги, полиграфическая деятельность и тиражирование записанных носителей информации, производство химических продуктов, производство машин и оборудования, не включенным в другие группировки, свидетельствует о том, что именно в этих группах находятся элементы технологий, соответствующих шестому технологическому укладу.

5.2 Анализ инновационной деятельности и совершенствование оценки эффективности государственных инвестиционных программ

На современном этапе перед Республикой Беларусь стоит важнейшая задача – переход экономики на инновационный путь развития. Рассмотрим на рисунке 5.5 индикаторы, характеризующие инновационную деятельность.

Исходя из данных рисунка 2.3, к 2011 году наблюдается значительное увеличение удельного веса отгруженной инновационной продукции, новой для внутреннего рынка на 6,8% по сравнению с 2010 годом и организаций, осуществляющих затраты на технологические инновации на 6,5%. Также произошло увеличение удельного веса отгруженной инновационной продукции, новой для мирового рынка до 1,1%; организаций промышленности, осуществляющих затраты на технологические, организационные, маркетинговые инновации до 24,3%. Незначительное сокращение удельного веса коснулось отгруженной инновационной

продукции на 0,1% и составило 14,4%. За 2011-2015 гг. произошло увеличение удельного веса отгруженной инновационной продукции до 1,8% и значительное сокращение отгруженной инновационной продукции, новой для внутреннего рынка с 60 до 35,7 %.

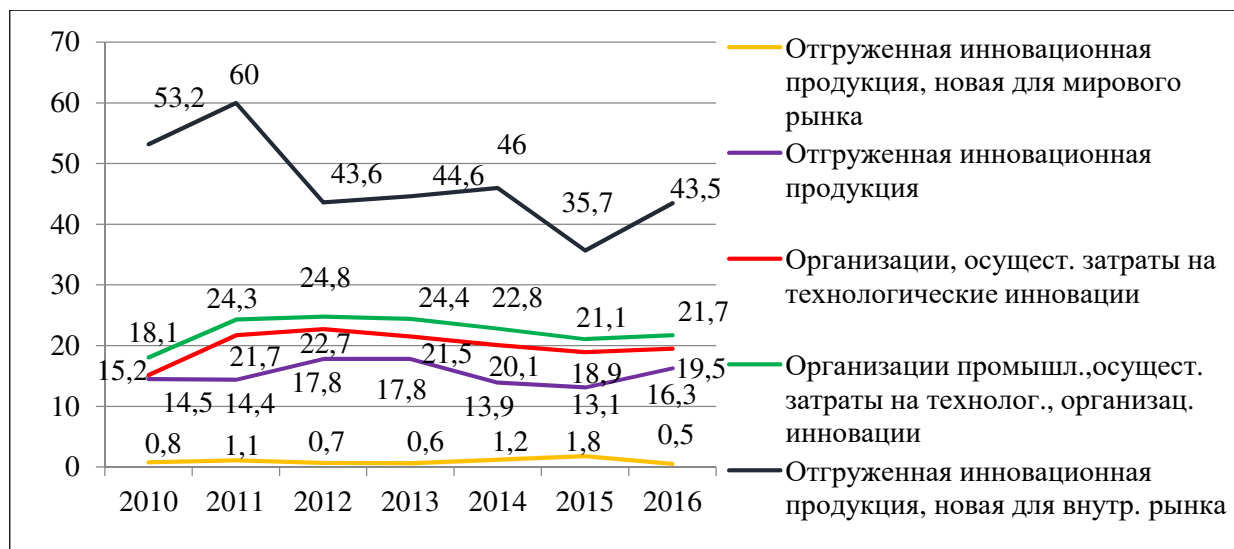


Рисунок 5.5 - Удельный вес индикаторов, характеризующих инновационную деятельность в Республике Беларусь в 2010-2016 гг., в %

Незначительное сокращение удельного веса коснулось отгруженной инновационной продукции на 0,1% и составило 14,4%. За 2011-2015 гг. произошло увеличение удельного веса отгруженной инновационной продукции до 1,8% и значительное сокращение отгруженной инновационной продукции, новой для внутреннего рынка с 60 до 35,7 %. Также сократилась отгруженная инновационная продукция до 13,1%; организации осуществляющие затраты на технологические инновации до 18,9% и организации промышленности, осуществляющие затраты на технологические, организационные, маркетинговые инновации до 21,1%. В 2016 году произошло увеличение удельного веса отгруженной инновационной продукции, новой для внутреннего рынка составил 43,5%; отгруженной инновационной продукции – 16,3%; организаций, осуществляющих затраты на технологические инновации – 19,5%; организаций промышленности, осуществляющих технологические, организационные, маркетинговые инновации – 21,7%. А вот удельный вес отгруженной инновационной продукции, новой для мирового рынка сократился на 1,3% и составил 0,5%.

На рисунке 5.6 рассмотрим динамику показателей инновационной

активности белорусских предприятий в 2010 – 2016 гг.

Исходя из данных рисунка 2.5 можно сделать вывод, что в 2011 году произошло резкое увеличение удельного веса организаций промышленности, осуществляющих затраты на технологические инновации на 7,3 % по сравнению с 2010 годом и составил 22,7%. Тем не менее, такое значительное увеличение доли организаций, осуществляющих технологические инновации, не сильно повлияло на другие показатели инновационной деятельности.

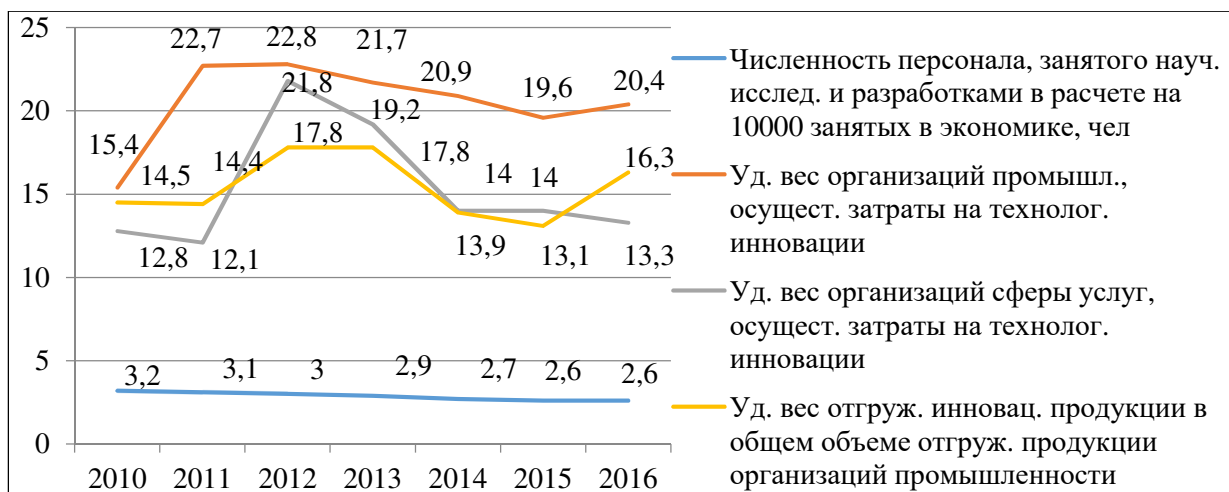


Рисунок 5.6 – Динамика показателей инновационной активности в Республике Беларусь в 2010–2016 гг, в %

Практически не изменился удельный вес численности персонала, занятого исследованиями и разработками и удельный вес отгруженной инновационной продукции, по сравнению с 2010 годом они снизились всего лишь на 0,1% и соответственно составили 3,1% и 14,4%. Также произошло незначительное снижение удельного веса организаций сферы услуг до 12,1%. К 2013 году произошло увеличение удельного веса организаций сферы услуг с 12,1% до 19,2% и удельного веса отгруженной инновационной продукции с 14,4% до 17,8% по сравнению с 2011 годом. А вот удельный вес организаций промышленности наоборот снизился на 1% и составил 21,7%. Также произошло снижение численности персонала, занятого научной деятельностью до 2,9%. К 2015 году удельный вес организаций промышленности снизился до 19,6% и организаций сферы услуг до 14%. Численность персонала, занятого научной деятельностью, составила 2,6%, удельный вес отгруженной инновационной продукции составил 13,1%. А в 2016 году произошло увеличение удельного веса организаций промышленности, осуществляющих затраты на технологические инновации

до 20,4%, удельного веса отгруженной инновационной продукции до 13,3%, удельного веса организаций сферы услуг до 16,3%. Численность персонала, занятого научной деятельностью не изменилась и составляет 2,6%.

При рассмотрении показателей инновационной активности в динамике за 7 лет можно сделать вывод, что устойчивой динамики не наблюдается ни по одному из них. Низкие темпы роста инновационной активности можно объяснить не отсутствием инноваций как таковых, а недостаточной проработанностью организационного механизма инновационной деятельности и нехваткой знаний в области управления инновационной деятельностью. Существуют три группы факторов, препятствующих инновационной деятельности:

- экономические факторы (недостаток собственных денежных средств; недостаток финансовой поддержки со стороны государства; низкий платежеспособный спрос на новые продукты; высокая стоимость нововведений; высокий экономический риск; длительные сроки окупаемости нововведений).

На сегодняшний день в источниках финансирования инновационной деятельности произошли значительные изменения. На протяжении последних шести лет, главным источником финансирования инноваций являются собственные средства. В 2016 году они составили 50,2 %. На втором месте в структуре основных источников финансирования инновационной деятельности - кредиты и займы. Они составляют 23,7%. Средства республиканского и местного бюджета – 23%, средства иностранных инвесторов занимают 1,8 % [130].

Прибыль является одним из основных собственных источников финансирования инновационной деятельности предприятий, главным плюсом использования данного источника финансирования является то, что предприятие может распоряжаться им по своему усмотрению. Инновации всегда несут в себе риск и неопределенность будущих результатов, поэтому предприятие в полной мере может рисковать лишь собственными средствами. Главным препятствием на пути использования прибыли для финансирования инноваций является низкая рентабельность многих предприятий. Рентабельность реализованной продукции в целом по республике за 2016 год составила 9,5 %, она увеличилась по отношению к 2015 году на 0,6 %. Рентабельность реализованной продукции среди предприятий промышленности составила 11,1 %. Также в 2016 году высок удельный вес убыточных предприятий – 23,5 % от общего числа промышленных предприятий республики [15].

Отсутствие государственной поддержки также является одним из важных факторов, препятствующих осуществлению инноваций. За последние

несколько лет в стране постепенно поменялось законодательство в сфере инновационной деятельности. На сегодняшний день, происходит переход от финансирования инноваций за счет государственных средств, к нововведениям косвенного стимулирования. Особенной частью Налогового Кодекса с 2012 года для инновационных предприятий предусмотрена льгота: от налогообложения освобождается прибыль организаций, полученная от реализации инновационных товаров собственного производства, включенных в перечень инновационных товаров. Перечень инновационных товаров определяется комитетами по науке и технологиям по результатам поданных заявок производителей. Предусмотрено освобождение от налогообложения прибыли, полученной от реализации высокотехнологичных товаров собственного производства в соответствии с перечнем Совета Министров Республики Беларусь. Такая льгота применяется когда доля выручки, полученная от реализации высокотехнологичных товаров, составляет больше 50% от общей суммы выручки от реализации. В случае, когда доля выручки, полученная от реализации высокотехнологичных товаров, составляет не больше 50 % от общей суммы выручки, то прибыль, полученная от реализации таких товаров, облагается налогом на прибыль по ставке 10 %.

Низкий платежеспособный спрос на новые продукты является следующим экономическим фактором, препятствующим инновациям. Этот фактор не результат недоверия потребителей к новым продуктам или отсутствие информации о новшествах на рынке, а результат низкого уровня реальных денежных доходов населения. По данным национального статистического комитета в 2016 году зарплатоемкость ВВП в Беларусь снизилась до 38% [15].

- производственные факторы (низкий инновационный потенциал предприятия; недостаток квалификационного персонала; недостаток информации о новых технологиях; недостаток информации о рынках сбыта; невосприимчивость предприятия к нововведениям; недостаток возможностей для кооперирования с другими предприятиями).

Низкий инновационный потенциал предприятия является одним из производственных факторов, препятствующим инновациям. Однако в Республике Беларусь до сих пор не существует единой методики оценки инновационного потенциала, поэтому чаще всего такая оценка имеет субъективный характер. Большинство исследователей сходится во мнении, что в ходе анализа инновационного потенциала необходимо рассматривать производственный, кадровый и финансовый потенциалы. Однако есть и такие экономисты, которые сводят инновационный потенциал исключительно к нематериальным активам (патентам, лицензиям, правам на «ноу-хау», торговым маркам, приобретенным программным продуктам).

Недостаток квалифицированного персонала является следующим производственным фактором, препятствующим инновациям. Ежегодно в нашей стране происходит снижение численности работников, занятых исследованиями и разработками, за счет их оттока в другие сферы деятельности и чаще всего за рубеж. В 2016 году списочная численность работников, выполнявших исследования и разработки составляла 25 942 чел., что на 1266 человек меньше, чем в 2014 г. Например, в 1999 году научными исследованиями в Беларуси занималось более чем 39 тысяч человек [18]. При этом стоит отметить, что покинули страну и отрасль молодые и перспективные специалисты, а также большая часть наиболее известных ученых. В конечном итоге, все это приводит к тому, что средний возраст научных работников высшей квалификации, а именно докторов и кандидатов наук, в Республике Беларусь приближается к пенсионному. В это время, в развитых странах мира средний возраст специалистов аналогичного уровня – менее 45 лет. Также, заметно снизился и профессионально-квалификационный уровень персонала научно-инновационной сферы, об этом свидетельствует, уменьшение числа работников отрасли, имеющих научную степень. В основном это происходит за счет оттока молодых ученых, имеющих степень кандидата наук. Динамика изменения количества работников, имеющих степень доктора наук в нашей стране в последние годы и вовсе устойчиво отрицательная. Динамика работников, имеющих степень доктора наук, кандидата наук и исследователей за 2010 – 2016 гг. представлена на рисунке 5.7.

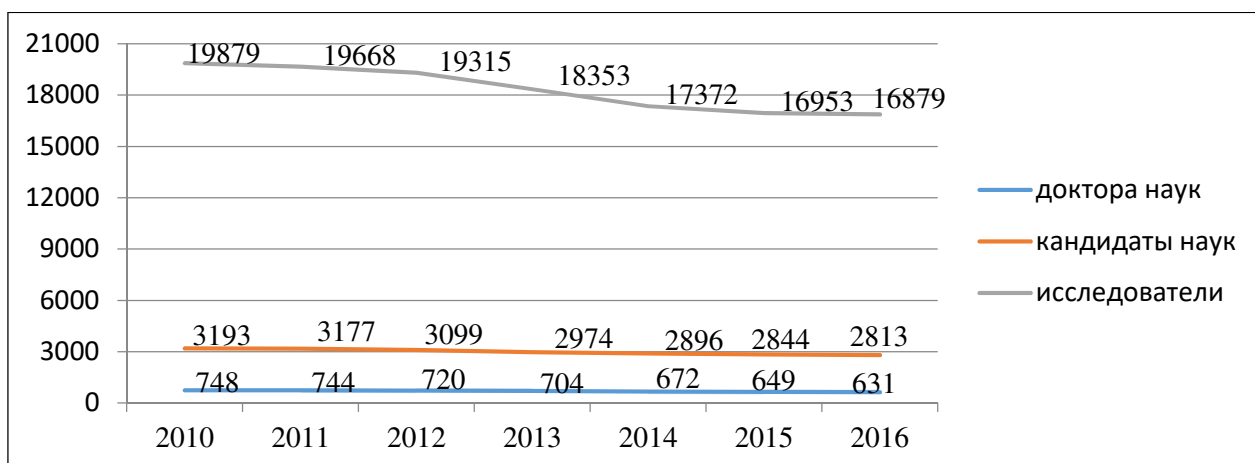


Рисунок 5.7 – Списочная численность работников с ученой степенью доктора наук, кандидата наук и исследователей выполнявших научные исследования и разработки в Республике Беларусь в 2010–2016 гг., человек

Данные рисунка 5.7 показывают, что за последние семь лет происходит снижение количества работников выполняющих научные исследования и разработки. Работники с ученой степенью доктора наук в 2016 году по сравнению с 2010 годом сократились на 115 человек и составили 631 чел, кандидаты наук сократились на 380 человек и составили 2813 чел. Значительное сокращение произошло исследователей, с 19 879 до 16 879 чел., за семь лет их уменьшилось на 3000 человек.

- другие факторы (низкий спрос со стороны потребителей на инновационную продукцию; недостаточность законодательных и нормативно-правовых документов, регулирующих и стимулирующих инновационную деятельность; неопределенность сроков инновационного процесса; неразвитость инновационной инфраструктуры; неразвитость рынка технологий).

На сегодняшний день в стране уже разработана система оценки эффективности выполнения государственной программы, однако на наш взгляд она требует доработки, в связи с тем, что не все целевые программы реализуются с одинаковой степенью эффективности и не достигают необходимого результата. Для этого существует достаточно много причин. В частности, не всегда формирование долгосрочных целевых программ исходит из четко определенных долгосрочных целей социально-экономического развития и индикаторов их достижения; не всегда ресурсная база оказывается достаточной для достижения поставленных целей; не всегда используются адекватные методы и инструменты реализации государственных целевых программ; а также, отсутствует на сегодняшний день единая методика оценки эффективности государственных программ, дающая возможность проводить сравнительный анализ эффективности и результативности использования бюджетных средств.

Как известно, эффективность государственных программ обуславливается соблюдением ряда принципов [131]:

- формирование долгосрочных целевых программ исходя из четко определенных долгосрочных целей социально-экономического развития и индикаторов их достижения;

- установление для долгосрочных целевых программ, как правило, измеримых результатов двух типов: конечных результатов, характеризующих удовлетворение потребностей внешних потребителей, и непосредственных, характеризующих объемы и качество оказания государственных услуг, прогнозируемых при заданных внешних условиях;

- охват долгосрочными целевыми программами всех сфер деятельности органов исполнительной власти и бюджетных ассигнований,

большая доля которых находится в их распоряжении, других материальных ресурсов;

- интеграция инструментов: регулятивных (правоустанавливающих, правоприменительных, контрольных) и финансовых – бюджетных, налоговых, таможенных, имущественных, кредитных, долговых, валютных;

- проведение регулярной оценки эффективности реализации долгосрочных целевых программ с возможностью их корректировки, а также установление ответственности должностных лиц в случае неэффективной реализации программ [131; 132; 133].

Однако на практике эти принципы не всегда исполняются, и не всегда имеется возможность оценить эффективность программ. Также сложность оценки эффективности государственных программ обусловливается большим их разнообразием. Действительно, основные государственные программы различаются как по целям и направлениям реализации, так и по срокам [134]. Соответственно, это требует различных критериев оценки их эффективности. Вместе с этим на сегодняшний день уже существует ряд подходов для оценки эффективности реализации государственных программ. В частности, чаще всего оценка проводится на основании сравнения плановых показателей достижения, заявленных в программе целей, с фактическими [135]. В разработанной методике идет речь скорее не об эффективности, а о результативности целевых программ.

В действительности есть существенное различие между понятиями эффективности и результативности [136]. В самом общем виде эффективность понимается как относительный показатель и всегда отражает соотношение конкретного целевого показателя к уровню затрат. В этом состоит отличие эффективности от эффекта, как абсолютного показателя достижения той или иной цели. При этом эффективность может быть как экономической, так и социальной в зависимости от поставленных целей, однако в любом случае она будет отражать отношение значений целевых показателей к затратам на их достижение. Что касается результативности, которая тоже является относительным показателем и отличается от результата, то она отражает степень или уровень достижения изначально поставленных целей [136]. Государственная программа будет считаться результативной, если поставленные цели в ней будут достигнуты. Следует также различать абсолютную и относительную эффективность. Абсолютная предполагает сравнение результатов, полученных в анализируемом периоде, с затратами на их достижение. Относительная связана с сопоставлением результатов, полученных в отчетном и базисном периодах, с плановыми показателями [137].

В соответствии с данными принципами обозначим требования, которым должны соответствовать показатели оценки: адекватность, достоверность, однозначность, экономичность, сопоставимость, своевременность и регулярность, в число используемых показателей должны включаться индикаторы, характеризующие мнение независимых субъектов об условиях деятельности в результате реализации мероприятий программы [138].

В последние годы в зарубежных государствах набирает популярность метод интегральной оценки, применяемый, как правило, для оценки уровня инновационного развития регионов и государств. Для оценки эффективности программы предлагается взять за основу методику интегральной оценки с учетом особенностей программ инновационного развития.

Методика должна позволять оценивать эффективность на отдельных этапах и в различных составляющих ее реализации. Необходимо учитывать не только уровень управления программой, но и финансовое обеспечение программы с применением показателя бюджетной эффективности, а также обратную связь от исполнителей программы [139].

На основании анализа обозначим требования к методике оценки эффективности реализации инновационной программы [139]:

- показатели оценки эффективности должны быть четко сформулированы и однозначны, должны меняться каждый отчетный период реализации программы в зависимости от влияния внешних и внутренних факторов;
- необходимо соблюдение разумного соотношения между затратами на сбор данных и полезностью этих данных;
- показатели должны обеспечивать сопоставимость во времени;
- управляющие органы должны иметь возможность оценивать затраты и непосредственные результаты;
- необходимо наличие обратной связи от исполнителей программы.

Таким образом, под интегрированной оценкой понимается оценка эффективности реализации инновационной программы, проведенная с позиций сочетания основных аспектов:

- оценки финансирования инновационной программы;
- оценки уровня управления реализацией инновационной программы;
- оценки результативности стимулирования от исполнителей программы.

В связи с отсутствием в настоящее время в нашей стране утвержденной методики оценки эффективности инновационных программ рассмотрим

предлагаемую методику и систему показателей оценки эффективности. Методика интегрированной оценки эффективности реализации программ основана на прямых измерениях конкретных показателей достижения целей и включает: обоснование перечня показателей, оценку их статистической доступности, порядок расчета и определение агрегированного индикатора оценки. Разработанная методика интегрированной оценки эффективности включает в себя сочетание трех основных аспектов: оценку финансирования инновационной программы, оценку уровня управления реализацией инновационной программы, оценку уровня проведения мероприятий по стимулированию инновационной деятельности от субъектов инновационной деятельности [139]. Финансирование инновационной программы может осуществляться за счет средств республиканского и местного бюджетов, включая инновационные фонды, собственных средств организаций, кредитных ресурсов, иностранных инвестиций и прочих источников.

Динамика последних лет показывает уменьшение доли иностранных инвестиций и кредитных ресурсов и увеличение доли бюджетного финансирования и собственных средств. В данной ситуации актуальным становится вопрос изменения структуры финансирования путем увеличения доли внебюджетных источников. В связи с этим оценка финансирования инновационной программы должна включать критерии, характеризующие изменение доли бюджетных средств в финансировании мероприятий, своевременность и полноту финансирования программы. Остальные критерии должны характеризовать степень выполнения запланированных показателей, своевременность выполнения мероприятий программы, учет корректировок программы, оценку различных аспектов инновационного развития региона со стороны инновационно-активных организаций [140].

Таким образом, взяв за основу мультипликативную модель оценки эффективности и дополнив ее показателями, выведенными на основе требований нормативных правовых актов и научных принципов построения программ, получаем методику оценки эффективности, включающую в себя три блока, которые рассчитываются исходя из результатов оценки первичных критериев. Последние используются для оценки программ по следующим направлениям: структура и своевременность финансирования мероприятий программы; обеспечение полноты финансирования мероприятий программы; своевременность реализации проектов программы и наличие корректировок по срокам; степень выполнения значений целевых индикаторов программы; оценка субъектами хозяйствования уровня финансовой поддержки, степени информированности и обеспеченности инновационной инфраструктурой [139]. В качестве оценки первичных критериев используется балльная шкала.

По итогам проведения оценки первичных критериев формируется оценка комплексных критериев.

Интегральный показатель (R) рассчитывается путем перемножения комплексных критериев (B1) на соответствующие удельные веса (Z1) по следующей формуле (5.1):

$$R = B1 \times Z1 + B2 \times Z2 + B3 \times Z3, \quad (5.1)$$

где R – значение интегрального показателя;

B1, B2, B3 – значения комплексных критериев оценки эффективности реализации программы;

Z1, Z2, Z3 – коэффициент удельного веса соответствующего комплексного критерия.

В соответствии со значением интегрального показателя программы определяется эффективность реализации программы по предлагаемой шкале: при значении интегрального показателя инновационной программы $R \geq 8,5$ эффективность реализации программы высокая; при значении интегрального показателя инновационной программы $5,0 \leq R < 8,5$ эффективность реализации программы удовлетворительная; при значении интегрального показателя инновационной программы $R < 5,0$ эффективность реализации программы неудовлетворительная [141].

Применение предложенной методики позволит выявить проблемные элементы программ и принять решение о ее корректировке или прекращении, что будет способствовать эффективному использованию средств бюджета. Кроме того, это даст возможность систематизировать работу местных органов государственного управления по стимулированию инновационного развития промышленных организаций, оценить деятельность органов управления, обеспечить контроль за достижением результатов социально-экономической политики.

5.3 Маркетинговая деятельность как перспективное направление инвестирования

Современные предприятия сегодня развиваются в рыночных условиях, которые характеризуются высокой степенью конкуренции, ценовыми флуктуациями, ограниченностью ресурсов, модификацией потребностей покупателей, повышением степени риска, процессами дифференциации и диверсификации товарной номенклатуры, усложнением организационной

структуры управления, а также неопределенностью поведения стейкхолдеров.

Успешное развитие хозяйствующего субъекта в условиях высокой конкуренции во многом зависит от степени его инвестиционной активности. Стремление предприятий не только выйти на рынок, но и получить доход, достаточный для обновления и прироста экономического потенциала, ставит перед финансовыми менеджерами задачу поиска направлений высокоэффективного вложения собственных денежных средств. Также необходимо привлекать инвесторов для финансирования низкорискованных вариантов капитальных вложений с целью создания (укрепления) преимуществ перед конкурентами в конкретной сфере бизнеса.

Динамичность внешней среды подталкивает предприятия определять новые подходы и инструменты, которые будут давать возможность своевременно адаптироваться к рыночным колебаниям, оптимизировать инвестиционный портфель, сконцентрироваться на определении приоритетных задач и перспективных направлениях инвестирования средств. С учетом таких тенденций возрастает роль сценарного моделирования.

Сценарное моделирование можно отнести к технологии, которая позволяет уменьшить неопределенность будущего. Важным элементом в процессе сценарного моделирования является систематизация существующих и вероятных неопределенностей, с которыми может столкнуться в процессе своей деятельности предприятие. Разработка сценариев необходима для моделирования вариантов развития предприятия на рынке, формирования стратегий и планов-сценариев инвестирования приоритетных направлений, принятия оптимальных управленческих решений с учетом возможных точек бифуркации.

Многие вопросы теории и практики сценарного планирования отражены в исследованиях зарубежных ученых Д. Белла, М. Берже, Т.С. Гордона, Д. Канемана, Г. Кана, М. Линдгрена, М. Меркхофера, Р. Талера, А. Тверски, О. Хелмера, В.В. Глушенко, И.С. Дятловской, С.Е. Иванова, С.А. Попова, Ю.В. Сидельникова.

Сценарное моделирование – один из наиболее эффективных способов подготовки предприятия к будущим позитивным, а возможно и негативным изменениям, основу которого составляет построение альтернативных вариантов будущего (сценариев) развития внешней и внутренней среды хозяйствующего субъекта. Данный метод позволяет руководителям предприятия осуществлять анализ и принимать стратегические решения в условиях неопределенности.

Для будущих событий сценарное моделирование может выступать в виде сценарного планирования, как построение желаемой модели будущей

деятельности с определенными для этого ресурсами (временными, трудовыми, финансовыми и др.).

В научной литературе можно найти различные мнения относительно понятия «сценарное планирование». Так, стратегическая направленность присутствует в формулировке Д. Рингланда: «сценарное планирование – это часть стратегического планирования, которая относится к инструментам и технологиям, позволяющим управлять неопределенностью будущего» [142, с.29].

Актуальность сценарного планирования подчеркивает и в своей формулировке Д. Аакер: «Благодаря созданию небольшого числа сценариев, ориентированных на рынок или рыночный контекст, и оценке их вероятности и влияния, сценарный анализ может стать действенным способом преодоления проблем, связанных со сложностями окружающей среды» [143, с.164].

На необходимость системности применения обращают в своем определении авторы М. Линдгрэн и Х. Бандхольд «...сценарное планирование – планирование, которое имеет своей целью систематическое изучение альтернативных путей развития событий во внешнем мире и их последствий для бизнеса, отрасли или области деятельности» [144, с.223].

Сценарное планирование, по мнению П. Шумейкера, это рациональный метод представления вероятных вариантов будущего, в котором могут реализоваться принятые решения. Такой подход подразумевает вариативный подход к планированию [145, с. 29].

На связь со стратегией развития организации указывает в своем определении С.А. Попов: «Сценарное планирование – это методически вполне определенный инструмент, который позволяет получать значимую информацию для принятия ключевых решений по стратегии развития организации в соответствующей сценарной перспективе» [145].

Приведенные выше определения авторов позволяют сделать вывод, что сценарное планирование, результатом которого выступают сценарии, является действенным инструментом, способствующим достижению стратегических целей предприятия, его организационно-экономического развития, повышению инвестиционной привлекательности.

В свою очередь, сценарии зависят от многочисленных точек бифуркации, к которым следует отнести значительные количественные и качественные изменения на рынке.

В качестве точек бифуркаций могут выступать: снижение спроса на товар, появление новых или действия существующих конкурентов, изменение предпочтений потребителей, появление инновационных товаров, внедрение новых прогрессивных технологий, изменения в законодательстве,

товарная конкуренция, ценовые флуктуации, падение или повышение покупательной способности потребителей и другие.

В процессе формирования эффективной финансовой деятельности хозяйствующих субъектов *роль маркетинга* все больше становится приоритетной и проявляется в следующих направлениях:

- использование результатов маркетинговых исследований (например, при определении прибыльного сегмента рынка, ёмкости рынка и т.д.);
- оптимальное распределение финансовых ресурсов за счет точности прогнозов о развитии рынка, анализа потребностей покупателей, управления ассортиментом продукции, выбора оптимальных каналов распределения);
- планирование затрат на проведение рекламных мероприятий с целью повышения объёма продаж и др.
- определение источников финансирования маркетинговой деятельности;
- развитие инвестиционного маркетинга и т.д.

Формирование сценариев позволяет посредством многоступенчатого креативного процесса разрабатывать и верифицировать собственные направления инвестиционной деятельности, увеличивая ценность, взвешенность и обоснованность целей и стратегических решений, реализующихся в сценариях.

Возможные сценарии развития маркетинга предприятия с учетом его инвестиционной активности представлены в таблице 5.1.

Таблица 5.1 – Сценарии маркетинга для совершенствования деятельности предприятия и их ключевые цели

Сценарий	Ключевая цель сценария
<i>Глобальный</i>	Наращивание инвестирования маркетинговой деятельности и расширение присутствия предприятия на зарубежных рынках
<i>Инновационный</i>	Разработка и внедрение инвестиционных проектов в области инноваций по всем направлениям маркетинга, создание уникальных инвестиционных и инновационных предложений
<i>Перспективный</i>	Поиск путей повышения инвестиционной привлекательности предприятия (региона) и достижение максимальной потребительской удовлетворенности в ближайшем будущем
<i>Активный</i>	Ориентация на реализацию инвестиционных проектов для сохранения, укрепления, развития существующих позиций на рынке
<i>Адаптационный</i>	Реорганизация и оптимизация маркетинговой деятельности, поиск путей превосходства над конкурентами в зависимости от состояния внешней и внутренней среды

Сравнительно новое направление в сфере маркетинга – *инвестиционный маркетинг (маркетинг инвестиций)*, который целесообразно использовать для принятия решений в сфере управления инвестиционными проектами.

Основная цель инвестиционного маркетинга – предоставление специалистам по инвестициям необходимых практических, информационных и теоретических навыков в области инвестиций, а также реализация инвестиционных процессов, направленных на использование наиболее эффективных, прибыльных и безопасных форм инвестирования.

Задача инвестиционного маркетинга – обеспечение руководителей предприятий наиболее полной, достоверной и надежной информацией о динамике и структуре спроса, предпочтениях частных и корпоративных инвесторов, а также перспективах той или иной инвестиционной деятельности.

Функции инвестиционного маркетинга, его отдельные виды и направления, обособившиеся от классического маркетинга в результате инвестиционной специализации, выглядят следующим образом:

- анализ (мониторинг) глобального инвестиционного рынка, изучение его состояния, тенденций и динамики;
- сегментирование рынка инвестиционных проектов;
- позиционирование инвестиционных проектов и программ;
- анализ (мониторинг) деятельности конкурентов;
- прогнозирование инвестиционной конъюнктуры рынка;
- разработка наиболее эффективных инвестиционных проектов;
- маркетинговый контроль;
- планирование инвестиционно-маркетинговой деятельности [146].

Инвестирование в развитие маркетинговой деятельности в современных условиях играет решающую роль в повышении конкурентоспособности предприятия. А в условиях нестабильности развития рыночной конъюнктуры актуальным становится идентификация маркетинговых рисков и учет их при составлении плана маркетинга и бизнес-плана предприятия.

Маркетинговые риски можно определить как совокупность рисков, присущих маркетинговой сфере, которые затрудняют или делают невозможным достижение целей маркетинга.

К возможным рискам в области маркетинга относят: стратегические, отраслевые, рыночные (например, риск ошибочной организации маркетинговых исследований, риск выбора неправильных сегментов, риск неэффективной рекламной кампании, риск непредвиденной конкуренции,

риск ошибочной стратегии продаж, риск неверно принятых маркетинговых решений и другие) [147].

Результаты проведенного исследования показали, что план маркетинга не всегда содержит информацию о возможных рисках маркетинговой деятельности. А в условиях динамично развивающейся экономики план маркетинга должен позволять принимать оптимальные решения в ответ на текущие изменения внешней среды. В связи с этим возрастает необходимость оценки маркетинговых рисков и учет полученных результатов в плане маркетинга. Предлагаемые этапы оценки маркетинговых рисков представлены в таблице 5.2.

Таблица 5.2 - Этапы оценки маркетинговых рисков инвестиционной деятельности

Наименование этапа	Характеристика мероприятий
1. Анализ потенциальных рисков в области маркетинга	Выявление возможных рисков, определение их влияния и нежелательных последствий для предприятия; поиск рыночных ниш с наименьшим риском, определение ответственных лиц, которые будут анализировать маркетинговые риски.
2. Ранжирование рисков	Составление перечня возможных рисков по степени опасности для предприятия и определение вероятности наступления рисков.
3. Разработка антирисковых мероприятий по предотвращению или уменьшению последствий риска	Выбор метода управления рисками: <i>уклонение</i> (страхование, поиск гарантов, отказ от рискованных проектов, отказ от ненадежных партнеров); <i>локализация</i> (создание венчурных проектов, создание специальных подразделений, которые занимаются рискованными проектами); <i>диссипация</i> (диверсификация видов деятельности, диверсификация сбыта и инвестиций, распределение риска во времени и другие); <i>компенсация</i> : стратегическое планирование, мониторинг среды, создание системы резервов.
4. Формирование итоговой карты рисков	Составление итоговой карты маркетинговых рисков с указанием вида риска, возможности его наступления, мер по недопущению или минимизации отрицательных последствий. Определение затрат на управление рисками, оценка возможных потерь в связи с наступлением риска.
5. Консолидация информации о маркетинговых рисках	Включение результатов оценки маркетинговых рисков в план маркетинга предприятия, разработка маркетинговых сценариев поведения на рынке.

Надо отметить, что для экспортно-ориентированных предприятий необходимо выявление возможных маркетинговых рисков в других странах, определение причин и факторов, которые могут их вызывать, разработка мероприятий по предотвращению и минимизации рисков.

Оценку маркетинговых рисков желательно проводить на форсайт-сессиях с привлечением форсайт – участников (собственники предприятия, высшее руководство, финансовый директор, специалисты по маркетингу, риск-менеджеры, представители маркетинговых агентств, специалисты по продажам, специалисты финансового отдела, инвесторы), что позволяет принять наиболее эффективное управленческое решение.

Учет возможных маркетинговых рисков позволит оценить перспективы развития предприятия, максимально учесть состояние рыночной конъюнктуры, разработать альтернативные варианты маркетингового поведения предприятия на рынке, эффективно управлять инвестиционными процессами на предприятии.

Концепция инвестиционного маркетинга рассматривает инвестиции как основу экономической деятельности государства в целом и отдельно взятого предприятия. Инвестиционные проекты выступают в данном случае средствами для достижения цели.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В *первой главе* научно-исследовательской работы авторами рассмотрены и систематизированы теоретико-методологические основы инвестиционных процессов и финансового управления ими. По итогам работы получены следующие основные результаты:

1.1 Выявленные взаимосвязи по преобразованию инвестиционных ресурсов в инвестиционные затраты и далее в активы предприятия, а также по достижению финансового результата от использования активов создают среду финансовых отношений и опосредованы ими, что предполагает применение и совершенствование инструментария управления финансами.

1.2 На основе результатов исследования сущности категорий «инвестиционные ресурсы», «финансовые ресурсы», «финансовые ресурсы инвестиционной деятельности», источников их формирования систематизирован подход к предмету настоящего исследования – финансового управления инвестиционными процессами. Формирование и использование инвестиционного потенциала включает в себя процессы формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности, преобразования их в активы и использования (активов) в деятельности субъекта экономики.

1.3 в качестве инструмента привлечения инвестиций целесообразно понимать определенный способ оформления финансово-правовых отношений с инвестором, используемый для привлечения на долгосрочной основе финансовых ресурсов инвестиционной деятельности. Конкретными инструментами привлечения инвестиций в зависимости от организационно-правовой формы осуществления деятельности предприятия-реципиента могут выступать доли в уставном фонде, паи в имуществе, акции, облигации, инвестиционные кредиты, инвестиционные займы, другие долгосрочные обязательства. Применение того или иного инструмента привлечения инвестиций определяет содержание соответствующих способов внешнего инвестирования.

1.4 Разработанная система финансовых потоков формирования и использования инвестиционного потенциала позволит субъектам экономики:

- упорядочить финансовые потоки, опосредующие процессы формирования и использования инвестиционного потенциала организации, по предложенным стадиям;
- определить результаты, достижение которых необходимо на каждой стадии формирования и использования инвестиционного потенциала для генерирования соответствующих финансовых потоков на последующей стадии;

- предложить общие требования к инструментарию, обеспечивающему решение предложенных задач финансового управления, с целью генерирования необходимого объема финансовых потоков по всему процессу формирования и использования инвестиционного потенциала организации.

1.5 Развитие нанотехнологий как основного производственного фактора ядра шестого технологического уклада является маловероятным. На наш взгляд, нанотехнологии будут всего лишь одним из факторов в ряду комплекса других высоких технологий: биотехнологии; технологии молекулярной биологии; технологии генной инженерии; нанотехнологии; технологии создания систем искусственного интеллекта; технологии развития глобальных информационных сетей; технологии построения интегрированных высокоскоростных транспортных систем и др.

Во *второй главе* научно-исследовательской работы представлено методическое обеспечение финансового управления инвестиционными процессами. По итогам исследований данного раздела получены следующие основные результаты:

2.1 Разработана методика оценки исходного инвестиционного потенциала организации для определения максимального уровня объема финансовых ресурсов ее инвестиционной деятельности, суть которой состоит в проведении сравнительной рейтинговой оценки организаций на основе:

а) определения агрегированного показателя инвестиционной привлекательности по группам частных показателей с учетом установленных автором границ нормализации частных показателей с минимальными и максимальными значениями. При этом среди групп частных показателей наряду с используемыми на практике показателями эффективности деятельности и платежеспособности дополнительно введены показатели инвестиционной активности;

б) расчета величины исходного инвестиционного потенциала организации как произведения величины финансовых ресурсов инвестиционной деятельности (фактическое значение) на значение модифицированного коэффициента Тобина (степень отдачи), предполагающего применение в расчете вместо рыночной стоимости организации ее фундаментальной стоимости.

Разработанная методика позволяет инвестору, используя предложенные автором уровни частных показателей, проводить более корректную сравнительную оценку организаций как объектов инвестирования и при выборе отдавать предпочтение организациям, имеющим более высокий инвестиционный потенциал; инвесторам и

потенциальным получателям инвестиций расширить возможности формирования достоверного информационного базиса о фактически использованных финансовых ресурсах в инвестиционной деятельности, максимально возможном объеме таких ресурсов и степени инвестиционной активности предприятий-реципиентов в целом, в том числе для целей ранжирования их по степени привлекательности и инвестиционных возможностей.

2.2 Методика финансового прогнозирования эффективности вложений капитала, суть которой заключается в прогнозировании будущей фундаментальной стоимости организации на основе предложенной оценки дополнительного финансового потока инвестиционных вложений с учетом изменения средневзвешенной стоимости капитала, результативности и продолжительности преобразования инвестиционных затрат в финансовые результаты деятельности организации.

Применение методики позволяет:

- определить степень влияния дополнительно привлекаемых финансовых ресурсов инвестиционной деятельности на средневзвешенную стоимость капитала и показатель экономической добавленной стоимости;

- учесть в расчете фундаментальной стоимости организации особенности кратко- и долгосрочного периодов преобразования инвестиционных вложений в активы;

- сформировать систему индикаторов, определяющих критический уровень рентабельности дополнительных вложений капитала (рентабельность дополнительно инвестируемого капитала, минимально необходимая для обеспечения условий его эффективного использования и формирования инвестиционного потенциала с приращением финансовых ресурсов инвестиционной деятельности; рентабельность дополнительно инвестируемого капитала, минимально необходимая для обеспечения формирования инвестиционного потенциала организации без приращения финансовых ресурсов);

- выявить степень влияния дополнительно привлекаемых финансовых ресурсов на величину фундаментальной стоимости организации и повысить объективность принимаемых управленческих решений по финансированию конкретных объектов инвестиций.

2.3 Разработана методика группировки страховых организаций, суть которой заключается в следующем: а) идентификации корреляционных взаимосвязей факторов, определяющих результативные показатели эффективности деятельности страховых организаций, предварительном делении организаций на группы; б) ранжировании и выявлении статистически значимых различий между группами страховых организаций

по показателям оценки их финансово-хозяйственной деятельности; в) обосновании критериев группировки страховых организаций. Новизна методики состоит в том, что впервые выявлены ранговые различия значений показателей финансово-хозяйственной деятельности страховых организаций в зависимости от их размера, предложены экономически обоснованные критерии группировки организаций в зависимости от уровня их капитализации и структуры капитала для национального страхового рынка. Практическое использование методики позволяет обосновать на макро- и микроуровнях управления направления, методы и инструменты повышения эффективности управления инвестиционной деятельностью страховой организации с учетом уровня ее капитализации и структуры капитала.

В *третьей главе* представлен методический инструментарий финансового управления новыми объектами инвестиций: производными ценными бумагами (деривативами), инструментами хеджирования и валютными свопами. Полученные результаты исследования дают возможность утверждать, что:

3.1 В Республике Беларусь фондовый рынок, как и срочный рынок, характеризуется значительной ролью государства в процессе создания, а также высокой долей ценных бумаг банков и государства. Если рынок акций и облигаций имеет определенные объемы и имеет положительную динамику роста, то срочный рынок, как биржевой, так и внебиржевой остается номинальным: распространены в основном валютные инструменты, которые торгуются между банками.

3.2 Разработана модель наиболее существенных рыночных рисков при осуществлении текущей деятельности нефинансовой организации и инструментов хеджирования данных рисков. В нее входят такие направления, как экспортно-импортные операции, закупка или реализация биржевых товаров, контрактная привязка к биржевым ценам. В данных случаях хеджирование с помощью деривативов представляется целесообразным и позитивно влияющим на работу нефинансовой организации.

3.3 Применение технологии VaR-анализа позволяет в общем виде дать оценку валютному риску, который может производиться по следующим этапам:

а) определение объемов валютных активов (требований) и валютных обязательств (пассивов); б) определение величины валютной позиции банка. Открытая валютная позиция рассчитывается как разность между активами и пассивами – по видам валют и по совокупности валют. Перспективным направлением развития методологии VaR представляется использование технологий искусственного интеллекта, основанных на нейронных сетях.

3.4 Ориентация страховой организации на инвестиционную деятельность как основной источник прибыли страховщика способствует решению двух важных задач развития страхового рынка и экономики государства: 1) повышает доступность страховых продуктов за счет снижения размера страхового тарифа; 2) обеспечивает государство недорогими источниками внутренних инвестиций.

Применение разработанного управленческого инструментария позволит обеспечить реализацию комплексного подхода к эффективному управлению инвестиционной деятельностью, ориентированного на рост капитализации страховой организации с учетом стадий жизненного цикла ее развития, целевой модели деятельности. Такой подход позволяет: 1) согласовать все направления управленческой деятельности в контексте решаемых стратегических и тактических задач функционирования страховой организации с целью развития видов страхования, увеличения емкости страхового рынка, расширения уровня охвата страхового поля, усиления конкурентных позиций на рынке; 2) учесть интересы всех основных субъектов страхового рынка: страхователей, страховых организаций (акционеров) и государства.

В *четвертой главе* определены и научно обоснованы концептуальные процесса финансового управления инвестициями с учетом факторов неопределенности и риска. По итогам исследований получены следующие результаты:

4.1 В соответствии с концепцией инновационного развития, организации промышленности представляют собой систему, объединяющую хозяйственные процессы и три соответствующих им инновационных процесса, для каждого из которых предложены основные стратегические варианты трансформации деятельности и развития организаций, что соответствует активной стратегии управления рисками:

- осуществление технологических нововведений (инноваций) на основе технического перевооружения и модернизации производства, внедрения новых технологий и создания высокопроизводительных производств, обеспечивающих решение проблем ресурсосбережения и экологической безопасности процессов и продукции, технологической и товарной зависимости от зарубежных стран; выпуска наукоемкой продукции и др.;

- проведение инноваций в области маркетинга и реализации продукции за счет формирования цивилизованного потребительского рынка и рыночной инфраструктуры, развития собственной, межрегиональной и межотраслевой товаропроводящей сети, коммерческих связей со странами ближнего и дальнего зарубежья; формирования оптовых рынков снабжения и

сбыта; обеспечения роста экспорта продукции; вовлечения в международное разделение труда; освоения узкоспециализированных сегментов рынка; совместных маркетинговых исследований и др.;

- внедрение инноваций в финансовые процессы через осуществление эволюционного перехода от ведомственной к кластерной ориентации, что позволит на последующих этапах сформировать на национальном уровне международные финансово-промышленные группы и встроить их в структуру транснациональных корпораций; разработку эффективных механизмов стимулирования инвестиционной активности, рост финансирования НИОКР, направленных на разработку новых материалов и технологий, применение лизинговых схем, привлечение средств инновационных фондов и иностранных инвестиций и др.

4.2 Усовершенствование концепции СТSPID-анализа безубыточности деятельности строительных организаций позволяет создать эффективную систему управления их затратами и прибылью не только в краткосрочном, но и в долгосрочном периодах. Усовершенствованная система управления прибылью учитывает отраслевые особенности функционирования строительных организаций, а также способна создать прозрачный процесс управления для достижения запланированных результатов, как для руководителей и менеджеров строительных организаций, так и для инвесторов (заказчиков), вкладывающих весомые капитальные вложения в строительство объектов, рассчитанные на долгосрочный период.

Так, подрядчикам усовершенствованная концепция позволит сформировать информационную базу для принятия эффективных управленческих решений, а также оценить эффективность деятельности строительной организации в долгосрочном периоде посредством определения ее потенциальной безубыточности деятельности в долгосрочном периоде на основе расчета запаса безубыточности деятельности будущих периодов.

Инвесторам эта концепция позволит расширить спектр аналитических возможностей по оценке эффективности деятельности строительных организаций не только в краткосрочном (до года), но и в долгосрочном периоде, в части составления прогнозов будущей эффективности деятельности строительных организаций посредством определения потенциальной безубыточности деятельности каждой строительной организацией в долгосрочном периоде, оценке запаса безубыточности будущих периодов.

4.3 Предложенная методика бухгалтерского анализ процессов модернизации обеспечивает формирование учётно-аналитических информационных моделей модернизации предприятия в виде традиционных

отчётных форм (баланс, отчёт о прибылях и убытках, отчёт о движении денежных средств). Такой подход не нарушает целостность информационного потока формирования учётных и отчётных данных предприятия и обеспечивает методологическое единство оценки и сопоставимости активов, обязательств, капитала, доходов и расходов в общем контексте его хозяйственной деятельности и по бизнес-процессам, связанных с модернизацией в частности.

Фактически речь идёт о формировании аналитических суботчетных форм, что, в свою очередь, позволит определить показатели, отвечающих за состояние капитала предприятия в рамках финансовой и физической концепций поддержания капитала.

4.4 Предложен механизм венчурного инвестирования с выделением элементов и подсистем. Все подсистемы представлены с их функциональной точки зрения. Разработана схема кругооборота венчурного капитала с выделением форм его движения, а также представлена природа венчурного капитала, проявляющаяся в ходе его использования. Разработанный финансовый механизм венчурного инвестирования позволит сформировать эффективную Национальную инновационную систему, простимулировать инвестиционно-инновационную активность бизнеса, а также предоставить возможность частному, в том числе и иностранному, венчурному капиталу проникнуть на как внутренний рынок венчурных ресурсов, так и на рынок инноваций, что в целом позволит повысить как наукоемкость ВВП, так и уровень инновационности государства в целом.

Пятая глава научно-исследовательской работы посвящена выработке направлений развития инвестиционной политики государства и других субъектов экономических отношений.

5.1 Проведенные исследования динамики индекса промышленного производства в Республике Беларусь показали, что как в целом, так и по большинству видов производства наблюдается отрицательная динамика индекса промышленного производства. Это свидетельствует о спаде экономической активности предприятий промышленности в рамках пятого технологического уклада при переходе к шестому. Рост индекса промышленного производства по таким направлениям, как производство изделий из дерева и бумаги, полиграфическая деятельность и тиражирование записанных носителей информации, производство химических продуктов, производство машин и оборудования, не включенным в другие группировки, свидетельствует о том, что именно в этих группах находятся элементы технологий, соответствующих шестому технологическому укладу

5.2 Разработана методика оценки эффективности реализации государственных инвестиционных программ, включающая в себя три блока,

которые рассчитываются исходя из результатов оценки первичных критериев. Последние используются для оценки программ по следующим направлениям: структура и своевременность финансирования мероприятий программы; обеспечение полноты финансирования мероприятий программы; своевременность реализации проектов программы и наличие корректировок по срокам; степень выполнения значений целевых индикаторов программы; оценка субъектами хозяйствования уровня финансовой поддержки, степени информированности и обеспеченности инновационной инфраструктурой. По итогам проведения оценки первичных критериев формируется оценка комплексных критериев.

Применение предложенной методики позволит выявить проблемные элементы программ и принять решение о ее корректировке или прекращении, что будет способствовать эффективному использованию средств бюджета. Кроме того, это даст возможность систематизировать работу местных органов государственного управления по стимулированию инновационного развития промышленных организаций, оценить деятельность органов управления, обеспечить контроль за достижением результатов социально-экономической политики.

5.3 Определена концепция инвестиционного маркетинга, которая рассматривает инвестиции как основу экономической деятельности государства в целом и отдельно взятого предприятия. Инвестиционные проекты выступают средствами для достижения цели.

Инвестирование в развитие маркетинговой деятельности в современных условиях играет решающую роль в повышении конкурентоспособности предприятия. А в условиях нестабильности развития рыночной конъюнктуры актуальным становится идентификация маркетинговых рисков и учет их при составлении плана маркетинга и бизнес-плана предприятия. Маркетинговые риски можно определить как совокупность рисков, присущих маркетинговой сфере, которые затрудняют или делают невозможным достижение целей маркетинга. В работе предложены взаимосвязанные этапы оценки маркетинговых рисков

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Райзберг, Б. А. Современный экономический словарь / Б. А. Райзберг, Л. Ш. Лозовский, Е. Б. Стародубцева. – М. : ИНФРА-М, 2003. – 480 с.
2. Финансы. Оксфордский толковый словарь. Англо-русский / Б. Батлер [и др.]; под общ. ред. И. М. Осадчей. – М. : ИНФРА-М, 1998. – 493 с.
3. Асаул, А. Н. Экономика недвижимости / А. Н. Асаул, А. В. Карасев. – СПб. : Питер, 2010. – 624 с.
4. Микерин, Г. И. Международные стандарты оценки : в 10 кн. / Г. И. Микерин [и др.]. – М. : Тип. «НОВОСТИ». – 2000. – Кн. 2. – 360 с.
5. Толковый словарь «Инновационная деятельность» / отв. ред. В. И. Суслов. – 2-е изд., доп. – Новосибирск, 2008. – 224 с.
6. Ожегов, С. И. Толковый словарь русского языка / С. И. Ожегов, Н. Ю. Шведова. – М. : АЗЪ, 1994. – 928 с.
7. Энциклопедия предпринимателя / сост.: С. М. Синельников [и др.]. – СПб. : ТОО «ОЛБИС» ; АО «САТИСЪ», 1994. – 592 с.
8. Сакс, Дж. Д. Макроэкономика. Глобальный подход : пер. с англ. / Дж. Д. Сакс, Ф. Б. Ларрен. – М. : Дело, 1996. – 847 с.
9. Грэхем, Б. Разумный инвестор : пер. с англ. / Б. Грэхем, Дж. Цвейг. – М. : Вильямс, 2009. – 672 с.
10. Бланк, И. А. Инвестиционный менеджмент / И. А. Бланк. – Киев : МП «Итем» ЛТД, 1995. – 448 с.
11. Гитман, Л. Дж. Основы инвестирования / Л. Дж. Гитман, М. Д. Джонк. – М. : Дело, 1997. – 1008 с.
12. Массе, П. Критерии и методы оптимального определения капиталовложений / П. Массе – М. : Статистика, 1971. – 504 с.
13. Долан, Э. Дж. Рынок: микроэкономическая модель / Э. Дж. Долан, Д. Линдей. – СПб. : Питер, 1992. – 895 с.
14. Макконел, К. Р. Экономикс / К. Р. Макконел, С. Л. Брю. – М. : Маркетинг, 1992. – 549 с.
15. Об инвестициях [Электронный ресурс] : Закон Респ. Беларусь от 12 июля 2013 г., № 53-3 // Национальный правовой Интернет-портал Республики Беларусь. – Режим доступа: <http://www.pravo.by/main.aspx?&r2={NRPA}>. – Дата обращения: 01.12.2015.
16. Кейнс, Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс. – М. : Гелиос АРВ, 1999. – 352 с.
17. Антипова, О. М. К вопросу о понятии термина «инвестиции»: семасиологический и экономический аспект / О. М. Антипова // Юрид. мир. – 2005. – № 9. – С. 65 – 69.

18. Золотогоров, В. Г. Экономика : энцикл. слов. / В. Г. Золотогоров. – 2-е изд., стереотип. – Минск : Книжный дом, 2004. – 720 с.
19. Кенэ, Ф. Избранные экономические произведения / Ф. Кенэ. – М. : Соцэкгиз, 1960. – 560 с.
20. Самуэльсон, П. А. Экономика / П. А. Самуэльсон, В. Д. Нордхаус. – М. : БИНОМ, 1997. – 447 с.
21. Доунс, Дж. Финансово-инвестиционный словарь / Дж. Доунс, Дж. Э. Гудман. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 586 с.
22. Боди, З. Принципы инвестиций / З. Боди, А. Кейн, А. Маркус. – М. : Вильямс, 2008. – 984 с.
23. Фридман, Дж. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости : пер. с англ. / Дж. Фридман, Н. Ордуэй. – М. : Дело ЛТД, 1995. – 480 с.
24. Макмиллан, М. Словарь современной экономической теории / М. Макмиллан. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 932 с.
25. Чистов, Л. М. Ресурсная пропорциональность – основа эффективного управления / Л. М. Чистов, С. А. Ильин. – СПб. : ФРА, 1998. – 107 с.
26. Крутик, А. Б. Инвестиции и экономический рост предпринимательства / А. Б. Крутик, Е. Г. Никольская. – СПб. : Лань, 2000. – 544 с.
27. Королев, В. А. Совершенствование инвестиционной деятельности предприятий регионального АПК : автореф. дис. ... д-ра экон. наук : 08.00.05 / В. А. Королев. – Зерноград, 2004. – 44 с.
28. Игониная, Л. Л. Инвестиции / Л. Л. Игониная. – М. : Экономист, 2005. – 478 с.
29. Ковалев, В. В. Введение в финансовый менеджмент / В. В. Ковалев. – М. : Финансы и статистика, 2007. – 763 с.
30. Розенберг, Дж. М. Инвестиции : терминологический слов. / Дж. М. Розенберг ; пер. с англ. А. М. Волковой, А. В. Щедрина. – М. : Дело, 1997. – 400 с.
31. Управление инвестициями : в 2 т. / В. В. Шеремет [и др.] ; под общ. ред. В.В. Шеремета. – М. : Высш. шк., 1998. – Т. 2. – 416 с.
32. Бард, В. С. Финансово-инвестиционный комплекс: теория и практика в условиях реформирования российской экономики / В. С. Бард. – М. : Финансы и статистика, 1998. – 304 с.
33. Павлова, Л. Н. Финансовый менеджмент: Управление денежным оборотом предприятия / Л. Н. Павлова – М. : ЮНИТИ, 1995. – 400 с.
34. Маренков, Н. Л. Основы управления инвестициями : учебник / Н. Л. Маренков. – М. : Едиториал УРСС, 2003. – 480 с.
35. Бланк, И. А. Инвестиционный менеджмент / И. А. Бланк. – Киев : Эльга-Н ; Ника-Центр, 2001. – 448 с.

36. Лопатников, Л. И. Экономико-математический словарь: Словарь современной экономической науки / Л. И. Лопатников. – 5-е изд. – М. : Дело. – 2003. – 520 с.
37. Ковалев, В. В. Инвестиции / под ред. В. В. Ковалева, В. В. Иванова, В. А. Лялина. – М. : ООО «ТК Велби», 2003. – 440 с.
38. Бочаров, В. В. Инвестиции / В. В. Бочаров. – СПб. : Питер, 2010. – 380 с.
39. Кортина, С. Б. Эффективность инвестиций и управление инвестиционным потенциалом горно-металлургического предприятия : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / С. Б. Кортина. – Екатеринбург, 2006 – 24 с.
40. Финансовый словарь [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://dic.academic.ru/dic.nsf/fin_enc/29933. – Дата обращения: 18.06.2019.
41. Орешкин, В.В. Иностраные инвестиции как фактор экономического развития: реалии, проблемы, перспективы / В. В. Орешкин // Инвестиции в России. – 2002. – № 9. – С. 11–15.
42. Ершова, И.В. Организационная модель взаимодействия инвесторов и реципиентов инвестиций / И. В. Ершова, А. В. Болотин // Экономика региона. – 2008. – № 4. – С. 103–114.
43. Мукасеев, Р.К. Содержание финансового обеспечения инвестиционной деятельности компании [Электронный ресурс] / Р. К. Мукасеев // Интернет-журнал «Науковедение». – 2014. – Вып. 6. – Режим доступа: <http://naukovedenie.ru/PDF/35EVN6.pdf> . – Дата обращения: 28.06.2019.
44. Кузнецов, Л. А. Системное представление финансово-хозяйственной деятельности предприятия / Л. А. Кузнецов // Проблемы управления. – 2003. – № 3. – С. 39–48.
45. Езерская, О. Анализ денежных потоков. Идеи и приемы для практики [Электронный ресурс] / О. Езерская // Бизнес-Энтропия. – Режим доступа: <http://bizentropy.biz/articles/94-analiz-denezhnyx-potokov-idei-i-priemy-dlya-praktiki.html>. – Дата обращения: 26.09.2019.
46. Богатырева, В. В. Финансовый механизм управления воспроизводством человеческого капитала: концептуальные основы формирования, элементы / В. В. Богатырева // Вестн. Полоц. гос. ун-та. Сер. Д, Экон. и юрид. науки. – 2013. – № 14. – С. 87–93.
47. Иванов, И. В. Финансовый менеджмент: стоимостной подход : учеб. пособие / И. В. Иванов, В. В. Баранов. – М. : Альпина бизнес букс. – 2007. – 428 с.
48. Шарина, Г. В. Финансовый механизм – активный элемент в системе управления финансами / Г. В. Шарина // Вестн. Калмыц. гос. ун-

та, 2013. – № 1 (17). – С. 93–98.

49. Кондратьев, Н. Большие циклы конъюнктуры и теория предвидения / Н. Кондратьев, Ю. Яковец, Л. Абалкин // Избранные труды. – М. : Экономика, 2002. – 767 с.

50. Глазьев, С. Ю. Великая цифровая революция: вызовы и перспективы для экономики XXI века [Электронный ресурс] / С. Ю. Глазьев // glazev.ru. – Режим доступа: <https://glazev.ru/articles/6-jekonomika/54923-velikaja-tsifrovaja-revoljutsija-vyzovy-i-perspektivy-dlja-jekonomiki-i-veka>.

51. Серяков, Г. Н. Исследование проблем формирования механизмов эффективного развития экономики промышленности в условиях смены технологических укладов / Г. Н. Серяков. – Новополоцк: Полоцк. гос. ун-т, 2018. – 204 с.

52. Глазьев, С. Ю. Выбор будущего / С. Ю. Глазьев. – М. : Алгоритм, 2005. – 352 с.

53. Каблов, Е. Н. Шестой технологический уклад / Е. Н. Каблов // Наука и жизнь. – 2010. – № 4. – С. 2–7.

54. Прохоров, И. А. Начало 7-го технологического уклада [Электронный ресурс] / И. А. Прохоров // Энергоинформ. – Режим доступа: <http://www.energoinform.org/pointofview/prohorov/7-tech-structure.aspx>.

55. Тебекин, А. В. Инновационное развитие экономики / А. В. Тебекин. – М. : МГАДА, 2008. – 347 с.

56. Иваненко, В. А. Проблемы оценки инвестиционного потенциала предприятия [Электронный ресурс] / В. А. Иваненко // Экономика. Право. Менеджмент : сб. ст. молодых исследователей Байкал. гос. ун-та. – 2015. – Вып. 2 (4). – Режим доступа: izdatelstvo.isea.ru/epm/dl.ashx?id=2653. – Дата обращения: 14.08.2019.

57. Рейтинг эффективности предприятий центрального федерального округа [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.akm.ru/rus/analyt/ratings/repcfo.htm>. – Дата обращения: 12.09.2019.

58. Об утверждении Инструкции о порядке расчета коэффициентов платежеспособности и проведения анализа финансового состояния и платежеспособности субъектов хозяйствования [Электронный ресурс] : постановление М-ва финансов Респ. Беларусь, М-ва экономики Респ. Беларусь, 27.12.2011, № 140/206 : в ред. от 04.10.2017 // КонсультантПлюс. Респ. Беларусь / ЗАО «КонсультантПлюс». – Минск, 2017.

59. Шмойлова, Р. А. Практикум по теории статистики. / Р.А. Шмойлова, В. Г. Минашкин, Н. А. Садовникова. – М. : Финансы и статистика, 2006. – 416 с.

60. Дэвид, Г. Метод парных сравнений / Г. Дэвид ; пер. с англ. Н. Космарской и Д. Шмерлинга. – М. : Статистика, 1978. – 78 с.

61. Ахрамейко, А. Построение рейтинга банков с использованием методики расчета многоуровневого агрегированного показателя состояния банка / А. Ахрамейко, Б. Железко, Д. Ксеневич // ЭКОВЕСТ. – 2002. – № 2. – С. 418–430.

62. Об определении критериев оценки платежеспособности субъектов хозяйствования [Электронный ресурс] : постановление Совета Министров Респ. Беларусь от 12.12.2011, № 1672 : в ред. 22.01.2019 // КонсультантПлюс. Респ. Беларусь / ЗАО «КонсультантПлюс». – Минск, 2019.

63. Ермолович, Л. Л. Анализ хозяйственной деятельности предприятия / под общ. ред. Л. Л. Ермолович. – Минск : УП «Экоперспектива», 2001. – 576 с.

64. Недосекин, А. О. Применение теории нечетких множеств к задачам управления финансами / А. О. Недосекин // Аудит и финансовый анализ. – 2000. – № 2. – С. 137–160.

65. Мельтенисова, Е. Н. Обоснование управленческих решений по повышению инвестиционного потенциала (на примере энергетических генерирующих компаний) : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / Е. Н. Мельтенисова. – Новосибирск, 2013. – 22 с.

66. Кротова, Д. Э. Использование коэффициента Тобина как показателя конкурентоспособности бизнеса предприятий транспортной отрасли / Д. Э. Кротова // Казанская наука. – 2016. – № 1. – С. 21–24.

67. Ханин, Г. И. Альтернативная оценка стоимости материальных фондов и рентабельности производственной сферы российской экономики в 1998–2000 годах / Г. И. Ханин // Вопросы статистики. – 2003. – № 9. – С. 22–29.

68. Щербаков, Д. Ю. Влияние степени международной диверсификации бизнеса на его эффективность: существует ли оптимальный уровень международной диверсификации бизнеса? / Д. Ю. Щербаков // Корпоративные финансы. – 2011. – №1 (17). – С. 94–102.

69. Мельтенисова, Е. Н. Анализ инвестиционной привлекательности энергокомпаний / Е. Н. Мельтенисова, С. В. Бекарева // Вестн. НГУ. – 2009. – Вып. 2, т. 9. – С. 14–19.

70. Оценка стоимости объектов гражданских прав. Оценка стоимости предприятий (бизнеса) : СТБ 52.1.01–2011. – Взамен СТБ 52.1.01-2007 ; введ. 01.03.2011. – Минск : Белорус. гос. ин-т стандартизации и сертификации, 2011. – 26 с.

71. Есипов, В. Е. Оценка бизнеса / В. Е. Есипов, Г. А. Маховикова, В. В. Терехова. – 2-е изд. – СПб. : Питер, 2006. – 464 с.

72. Романов, В. С. Модель экспресс-оценки стоимости компании [Электронный ресурс] / В. С. Романов. – Режим доступа:

http://www.cfin.ru/appraisal/business_prompt_evaluation.shtml. – Дата обращения: 28.03.2016.

73. Оценка стоимости объектов гражданских прав. Оценка стоимости предприятий (бизнеса) : СТБ 52.1.01–2011. – Изм. № 1 ; введ. 01.08 2012. – Минск : Белорус. гос. ин-т стандартизации и сертификации, 2012. – 6 с.

74. Кудина, М. В. Фундаментальная и рыночная стоимость компании / М. В. Кудина // Российское предпринимательство. – 2010. – № 1. – Вып. 2 (151). – С. 32–37.

75. Тарелкин, А. А. Методические подходы к стоимостной оценке предприятия / А. А. Тарелкин // Российское предпринимательство. – 2011. – № 2. – Вып. 2 (178). – С. 74–79.

76. O'Byrne, S. F. EVA and Market Value / Stephen F. O'Byrne // Journal of Applied Corporate Finance. – 1996. – Vol. 9, iss. 1. – P. 116–125.

77. Ларионова, Е. Экономическая добавленная стоимость [Электронный ресурс] / Е. Ларионова // Деловой Петербург. Сер. «Бизнес без проблем». – 2003. – № 3. – Режим доступа: <http://www.vmggroup.ru/publications/public11.htm>. – Дата обращения: 18.03.2015.

78. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов : пер. с англ. / А. Дамодаран. – 5-е изд. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2008. – 1340 с.

79. Young, D. Economic Value Added: A Primer for European Managers / D. Young // European Management Journal. – 1997. – Vol. 15, № 4. – P. 335–343.

80. Толкаченко, О. Ю. Индикативная методика оценки инвестиционной привлекательности фирмы [Электронный ресурс] / О. Ю. Толкаченко // Финансовый менеджмент. – 2008. – № 6. – Режим доступа: <http://www.finman.ru/articles/2008/6/5475.html>. – Дата обращения: 18.03.2015.

81. Смирнова, Н. В. Оценка инвестиционной привлекательности предприятия в условиях реструктуризации экономики : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / Н. В. Смирнова. – Иваново, 2004. – 24 с.

82. Ростиславов, Р. А. Оценка инвестиционной привлекательности предприятия для стратегического инвестора : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / Р. А. Ростиславов. – Тула, 2011. – 20 с.

83. Лозовой, С. Д. Оценка и управление инвестиционной привлекательностью промышленных предприятий : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / С. Д. Лозовой. – М., 2007. – 23 с.

84. Об утверждении Инструкции по бухгалтерскому учету основных средств [Электронный ресурс] : постановление М-ва финансов Респ. Беларусь, 30.04.2012, № 26 // КонсультантПлюс. Респ. Беларусь / ЗАО «КонсультантПлюс». – Минск, 2019.

85. О некоторых вопросах бухгалтерского учета [Электронный

ресурс] : постановление М-ва финансов Респ. Беларусь, 11.03.2013, № 16 // КонсультантПлюс. Респ. Беларусь / ЗАО «КонсультантПлюс». – Минск, 2019.

86. О внесении дополнений и изменений в постановление Министерства финансов Республики Беларусь от 11 марта 2013 г., № 16 [Электронный ресурс] : постановление М-ва финансов Респ. Беларусь, 16.12.2014, № 82 // КонсультантПлюс. Респ. Беларусь / ЗАО «КонсультантПлюс». – Минск, 2019.

87. Ковалев, В. В. Финансовый менеджмент: теория и практика / В. В. Ковалев. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : ООО «ТК Велби» ; Проспект, 2007. – 1024 с.

88. Шеннон, П. П. Стоимость капитала. Расчет и применение / П. Пратт Шеннон. – М. : ИД КвинтоКонсалтинг, 2006. – 445 с.

89. Вериго, А. В. Финансовый механизм формирования прибыли страховой организации: элементы, алгоритм применения / А. В. Вериго // Вестн. Полоц. гос. ун-та. Сер. Д. Экон. и юрид. науки. – 2018. – № 6. – С. 135–140.

90. Вериго, А. В. Методика анализа и прогнозирования показателей прибыльности (убыточности) в зависимости от уровня капитализации и структуры источников финансовых ресурсов страховой организации / А. В. Вериго // Вестн. Полоц. гос. ун-та. Сер. Д. Экон. и юрид. науки. – 2018. – № 14. – С. 76–87.

91. Бороненкова, С. А. Бухгалтерский учет и экономический анализ в страховых организациях : учебник / С. А. Бороненкова, Т. И. Буянова. – М. : Инфра-М, 2013. – 478 с.

92. Грищенко, Н. Б. Основы страховой деятельности : учеб. пособие / Н. Б. Грищенко. – М. : Финансы и статистика, 2004. – 349 с.

93. Инструкция о порядке расчета, применения и оценки выполнения нормативов безопасного функционирования для страховых организаций [Электронный ресурс] : утв. постановлением М-ва финансов Респ. Беларусь, 20 июня 2014 г., № 38 // Министерство финансов Республики Беларусь. – Режим доступа: http://www.minfin.gov.by/upload/insurance/acts/postmf_200614_38.pdf. – Дата обращения: 29.08.2019.

94. Goldstein, Itay and Li, Yan and Yang, Liyan (May 17, 2013). Speculation and Hedging in Segmented Markets. Review of Financial Studies, 2014, 27(3): 881-922. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1712472>

95. О стратегии развития финансового рынка до 2020 года // Постановление Совета Министров Республики Беларусь и Национального банка Республики Беларусь 28 марта 2017 г. № 229/6 (в ред. от 1 августа

2019 г. № 511/13) [Электронный ресурс]:
<http://www.pravo.by/document/?guid=3871&p0=C21700229>

96. Масько, Л.В. Деривативы и операции хеджирования в системе бухгалтерского учета / Л. В. Масько, П. И. Паньков // Вестник Полоцкого государственного университета. Серия D: Экономические и юридические науки. 2017. № 13. – С. 66-72.

97. Жерносек, Н. К. Потенциал государственных объектов Республики Беларусь для приватизации / Н. К. Жерносек, Л. И. Панова // Белорусский экономический журнал. - 2008. - № 3. - С. 78-88.

98. Jorion, P. (2007). Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk. McGraw Hill, 3rd edn

99. Pashkevich N., Tarabarinova T. (2017). Problems of Legal and Evaluation of the Objects of Subsoil Usage. «Environment. Technology. Resources» 11th International Scientific and Practical Conference. Available at <http://conferences.ru.lv/index.php/ETR/ETR2017/paper/view/1543> [Accessed 14/09/2019]

100. Pankov P., Masko L. «The control of transactions with derivatives in the non-financial organizations in the Republic of Belarus», in New Challenges of Economic and Business Development – 2019: Incentives for Sustainable Economic Growth proceedings, Riga, Latvia, May 18-19, 2019, pp. 544-555.

101. Паньков, П.И. Взаимообусловленность инвестиционной привлекательности организации и хеджирования / Л. В. Масько, П. И. Паньков // Вестник Полоцкого государственного университета. Серия D: Экономические и юридические науки. 2018. № 5. – С. 39-45.

102. Basel Committee on Banking Supervision. An Internal Model-Based Approach to Market Risk Capital Requirements. April 1995. Bank for International Settlements. – [Electronic resource]. – Access: <https://www.bis.org/publ/bcbs17.pdf>

103. Basel Committee on Banking Supervision. Minimum capital requirements for market risk. January 2019. – Bank for International Settlements. – [Electronic resource]. – Access: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d457.pdf>

104. Ильютченко, Ю. Имитационное моделирование оценки риска (VaR) банковского портфеля / Ю. Ильютченко // Вестн. Ассоциации белорусских банков. – 2004. – № 35 (295). – С. 20–21.

105. Савонь, В. Применение VaR анализа при оценке валютного риска / В. Савонь // Банковский вестник. –2005. – № 25 (318). – С. 40–42.

106. Инструкция об организации системы управления рисками в банках, открытом акционерном обществе «Банк развития Республики Беларусь», небанковских кредитно-финансовых организациях, банковских группах и банковских холдингах : утв. постановлением Правления

Национального банка Республики Беларусь от 29.10.2012 № 550.

107. Малыхина, С.И. Современные методы оценки (измерения) рыночных рисков / С.И. Малыхина // Банковский вестник. – 2010. – № 10 (483). – С. 43–55. – 2010. – № 13 (486). – С. 25–30.

108. Савич, С.И. Рыночные риски в условиях развития банковской системы Республики Беларусь : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / С.И. Савич. – Минск, 2017. – 283 с.

109. Инструкция о нормативах безопасного функционирования : для банков, открытого акционерного общества «Банк развития Республики Беларусь» и небанковских кредитно-финансовых организаций : утв. постановлением Правления Национального банка Республики Беларусь от 28.09.2006 № 137.

110. Вериго, А. В. Доходы страховых организаций: теория и практика белорусского страхового рынка / А. В. Вериго // Економ. вісник ун-ту : зб. наук. пр. / Переяслав–Хмельницький держ. пед. ун-т імені Григорія Сковороди ; редкол.: Т. М. Боголиб [и др.]. – Переяслав–Хмельницький, 2017. – № 33/2. – С. 356–363.

111. Положение о страховой деятельности в Республике Беларусь [Электронный ресурс] : утв. Указом Президента Респ. Беларусь, 25 авг. 2006 г., № 530 : в ред. Указа Президента Респ. Беларусь от 14.04.2014 г. // Министерство финансов Республики Беларусь. – Режим доступа: http://www.minfin.gov.by/upload/insurance/acts/ukaz_250806_530.pdf. – Дата обращения: 29.09.2019.

112. Грищенко, Н. Б. Основы страховой деятельности : учеб. пособие / Н. Б. Грищенко. – Барнаул : Изд-во Алт. гос. ун-та, 2001. – 274 с.

113. Архипов, А. П. Финансовый менеджмент в страховании : учебник / А. П. Архипов. – М. : Финансы и статистика : Инфра-М, 2010. – 318 с.

114. Вerezубова, Т. А. Приоритеты развития страховых организаций в контексте гармонизации национальных интересов / Т. А. Вerezубова // Теория и практика страхования: современные тенденции и инновации / А. П. Архипов [и др.] ; под ред. С. Ю. Яновой. – СПб., 2014. – С. 65–76.

115. Измайлович, С.В. Теоретические аспекты сущности и функций хозяйственного риска / С.В. Измайлович // Бухгалтерский учет и анализ. – 2007. – № 10. – С. 45–51.

116. Измайлович, С.В. Классификация рискообразующих факторов, воздействующих на деятельность предприятий / С.В. Измайлович // Вестник Полоцкого государственного университета. Экономические и юридические науки. – 2005. – № 8. – С. 67–73.

117. Измайлович, С.В. Классификация хозяйственных рисков на промышленных предприятиях / С.В. Измайлович // Организация и

управление. – 2002. – № 1–2. – С. 209–213.

118. Измайлович, С.В. Методические подходы к анализу рисков ситуаций на предприятиях / С.В. Измайлович // Экономика и право переходного периода в Республике Беларусь : материалы IV Междун. науч.-метод. конф., Гродно, апр. 2000 г. / Гроднен. филиал ин-та современ. знаний ; редкол.: О.И. Борисевич [и др.]. – Гродно, 2000. – С. 53.

119. Измайлович, С.В. Оценка влияния рисков на экономические результаты деятельности предприятий / С.В. Измайлович // Новости научной мысли – 2008 : материалы IV Междунар. науч.-практич. конф., Прага (Чехия), 27 окт.–5 нояб. 2008 г.: в 4 ч. / Издательский дом : Образование и наука ; шефредактор: Здэнэк Цэрнак, – Прага, 2008. – Ч. 4. – С. 40–41.

120. Костюкова, С.Н. Развитие анализа безубыточности деятельности строительных организаций в контексте авторской концепции измерения факторов времени – T (time) и скорости – S (speed) / С.Н. Костюкова // Рецензируемый сетевой электронный научный журнал «Экономические тенденции» [Электронный ресурс]. – 2017. – № 1. – С 8. Режим доступа : http://ej.barsu.by/download/1//1_12.pdf.

121. Костюкова, С.Н. Основные положения авторской концепции анализа безубыточности деятельности строительных организаций / Костюкова С.Н. // Экономический вестник университета: сб. науч. трудов ученых и аспирантов / Переяслав-Хмельницкий держ. педагог. ун-т ; відп. ред. Т.М. Боголіб. Переяслав-Хмельницкий, – 2017. — Вип. 33/2. — С. 145—152.

122. Левкович, А.О. Принятие финансовых решений: теория и практика / А.О. Левкович, А.М. Кунявский, Д.А. Лапченко; под ред. А.О. Левковича. – Минск :Изд-во Гревцова, 2007. – 376 с.

123. Волков, И.М., Грачева, М.В. Проектный анализ: Учебник для вузов. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1998. – 423 с.

124. Ковалев, В.В. Курс финансового менеджмента : учеб. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Проспект, 2009. – 480 с.

125. Структура промышленного производства в 2017 г. [Электронный ресурс] // Нац. стат. ком. Респ. Беларусь. – Режим доступа: http://www.belstat.gov.by/ofitsialnaya-statistika/realny-sector-ekonomiki/promyshlennost-/graficheskii-material-grafiki-diagrammy_11/struktura-promyshlennogo-proizvodstva/.

126. Основные социально-экономические показатели по Республике Беларусь [Электронный ресурс] // Нац. стат. ком. Респ. Беларусь. – Режим доступа: <http://www.belstat.gov.by/ofitsialnaya-statistika/makroekonomika-i-okruzhayushchaya-sreda/osnovnye-pokazateli/osnovnye-sotsialno-ekonomicheskie-pokazateli-respubliki-belarus/>.

127. Основные социально-экономические показатели по Республике Беларусь [Электронный ресурс] // Нац. стат. ком. Респ. Беларусь. – Режим доступа: <http://www.belstat.gov.by/ofitsialnaya-statistika/makroekonomika-i-okruzhayushchaya-sreda/osnovnye-pokazateli/osnovnye-sotsialno-ekonomicheskie-pokazateli-respubliki-belarus/>.

128. Годовые данные [Электронный ресурс] // Официальный сайт Национального статистического комитета Республики Беларусь. – Режим доступа: http://www.belstat.gov.by/ofitsialnaya-statistika/realny-sector-ekonomiki/promyshlennost/-godovye_dannwe_prom/osnovnye-pokazateli-raboty-promyshlennosti/.

129. Динамика ВВП мира с 1970 по 2016 года [Электронный ресурс] // Блог SeoСайт. – Режим доступа: <https://seosait.com/dinamika-vvp-mira-1970-2016/>.

130. Официальный сайт Национального статистического комитета [Электронный ресурс]. – 2016. - Режим доступа: <http://www.belstat.gov.by>. – Дата обращения: 10.10.2019.

131. Лепихина, Т. Л. Целевое программирование как элемент регионального планирования / Т. Л. Лепихина, Ю. В. Карпович // Региональная экономика: теория и практика. – 2011. – № 9. – С. 5–10.

132. Золотарева, И. А. Программно-целевая ориентация государственной поддержки в регионе / И. А. Золотарева // Экономические науки. – 2009. – № 3 (52). – С. 20–22

133. Рисин, И. Е. Программно-целевое управление развитием муниципального образования / И. Е. Рисин, О. Ф. Шахов. – Воронеж : Изд-во ВГУ, 2007. – 99 с.

134. Гловацкая, Н. Г. Эффективность целевых программ в области земельных отношений / Н. Г. Гловацкая, С. В. Козлова // Экономические науки. – 2007. – № 12 (37). – С. 12–16.

135. Государственная программа программа инновационного развития Республики Беларусь на 2016-2020 годы // Министерство финансов Республики Беларусь [Электронный ресурс]. – 2017. – Режим доступа: <http://www.government.by/upload/docs/file7da9977bb63662e8.PDF>. – Дата обращения: 10. 11. 2019.

136. Кочкаров, Р. А. Ключевые показатели эффективности и результативности целевых программ / Р. А. Кочкаров // Качество. Инновации. Образование. – 2012. – № 5. – С. 117–123.

137. Семенова, Т.Ю. Оценка эффективности региональных целевых программ и проектов / Т.Ю. Семенова // Проблемы современной экономики. – 2007. – № 4. – С. 48–52

138. Стефанин, А.Л. Применение научно-технических программ в

Беларуси [Электронный ресурс] / А.Л. Стефанин // Новости науки и технологий. – 2008. – № 2 (8). – Режим доступа: http://belisa.org.by/ru/izd/stnewsmag/2_2008/art5_8_2008.html. – Дата обращения: 25.10.2019

139. Полтавский, П.А. Государственное регулирование инновационной деятельности / П.А. Полтавский // Вестник Челябинского государственного университета. – 2010. – № 27. – С. 52–56

140. Государственная программа инновационного развития Республики Беларусь на 2011-2015 годы // Министерство финансов Республики Беларусь [Электронный ресурс]. – 2017. – Режим доступа: <http://www.government.by/upload/docs/file7da9977bb63662e8.PDF>. – Дата обращения: 25. 10. 2019

141. Анализ методик оценки эффективности целевых программ субъектов Российской Федерации [Электронный ресурс]. – Режим доступа: moyniver.net/analiz-metodik-ocenki-effektivnosti-celevykh-programm-subektov-rossijskoj-federacii. – Дата обращения: 25.10.2019

142. Рингланд, Д. Сценарное планирование для разработки бизнес-стратегии : пер. с англ. / Д. Рингланд. – 2-е изд. – М. [и др.] : Диалектика, 2008. – 560 с.

143. Аакер, Д. А. Стратегическое рыночное управление / Д. А. Аакер ; пер. с англ. Е. Виноградова; под ред. С. Г. Божук. – 7-е изд. – СПб. [и др.] : Питер, 2011. – 496 с.

144. Линдгрэн, М. Сценарное планирование: связь между будущим и стратегией / М. Линдгрэн, Х. Бандхольд ; пер. с англ. И. Ильиной. – М. : Олим-Бизнес, 2009. – 233 с.

145. Попов, С. А. Стратегическое управление [Электронный ресурс] : 17-модуль. программа для менеджеров «Управление развитием организации». Модуль 4 / С. А. Попов. – М. : ИНФРА-М, 1999. – Режим доступа: <https://refdb.ru/look/2948565-pall.html>. – Дата обращения: 12.07.2016.

146. Маркетинг инвестиций [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://utmagazine.ru/posts/10781-marketing-investiciy> – Дата обращения: 19.12.2019.

147. Ковалев П. Маркетинговые риски инвестиционного проекта [Электронный ресурс]/ П. Ковалев. – Режим доступа: https://www.cfin.ru/finanalysis/invrisk/marketing_risk.shtml. – Дата обращения: 20.12.2019.