

ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ И ФИНАНСОВАЯ УСТОЙЧИВОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ

Григорий КОБРИНСКИЙ,
заведующий кафедрой БГЭУ,
доктор экономических наук, профессор

Понятие финансовой устойчивости предприятия многогранно. Оно характеризуется финансовой независимостью, способностью маневрировать собственными средствами, достаточной финансовой обеспеченностью для бесперебойной организации основных видов деятельности, состоянием производственного потенциала. Ее оценка позволяет внешним субъектам анализа (прежде всего партнерам по договорным отношениям) определить финансовые возможности предприятия на длительную перспективу (более одного года). Финансовая устойчивость — это критерий надежности партнера. Ее характеризует определенная система показателей, которые можно объединить в четыре группы, а именно показатели структуры капитала, отражающие финансовую независимость от внешних заемных средств; показатели, характеризующие состояние оборотных средств; показатели, отражающие состояние основных средств; показатели, характеризующие способность предприятия оплачивать проценты по кредитам и запас финансовой устойчивости.

Рассмотрим показатели, характеризующие состояние основных средств: K_{OC} — доля основного капитала в собственном (в специальной литературе этот коэффициент имеет название индекс постоянного актива); K_{HA} — коэффициент накопления амортизации (износа); $K_{P,OC}$ — коэффициент реальной стоимости имущества (основных и материальных оборотных средств).

Доля основного капитала в собственном K_{OC} рассчитывается по формуле:

$$K_{OC} = K_O / C_K$$

где K_O — основной капитал;
 C_K — собственный капитал.

Коэффициент накопления амортизации (K_{HA}) отражает интенсивность аккумуляирования средств для обновления основного капитала и рассчитывается по формуле:

$$K_{HA} = I_{OH} / \Phi_{ПП}$$

где I_{OH} — сумма износа основных средств и нематериальных активов;

$\Phi_{ПП}$ — первоначальная стоимость основных средств и нематериальных активов.

Уровень этого коэффициента зависит от срока эксплуатации основных фондов: чем он выше, тем выше коэффициент. При оценке накопления амортизационных средств надо также определить и техническое состояние основных фондов, которое ухудшается по мере удлинения сроков эксплуатации. Следует установить, не является ли быстрый рост K_{HA} результатом ускоренной амортизации. Для этого необходимо уточнить по данным бухгалтерского учета сумму начисленного износа за изучаемый период времени (квартал, год) и определить, сколько процентов она составляет к первоначальной стоимости амортизируемого имущества. Если этот процент превышает средний по нормам начисления износ, то имеет место ускоренная амортизация. Кроме того, необходимо оценить и достаточность накопления амортизации для восстановления и замены основных фондов. Для этого сопоставляется сумма накопленной амортизации с необходимой, рассчитанной по данным о современной стоимости основных фондов, подлежащих восстановлению и замене.

Коэффициент реальной стоимости имущества ($K_{P,И}$) отражает долю средств производства в общем капитале и определяется по формуле:

$$K_{P,И} = \frac{K_{OCT} + \Phi_{OB} - I_{МБП}}{K_{OБЦ}}$$

где K_{OCT} — остаточная стоимость основного капитала;

Φ_{OB} — материальные оборотные средства;

$I_{МБП}$ — износ малоценных и быстроизнашивающихся предметов (МБП);

$K_{OБЦ}$ — общий капитал предприятия.

Данный коэффициент характеризует уровень производственного потенциала предприятия, обеспеченность производственного процесса средствами производства, что при прочих равных условиях является залогом успеха производственной, а следовательно, и финансовой деятельности. Этот коэффициент очень важен для заключения договоров с новыми партнерами-поставщиками, покупателями.

Таким образом, из трех показателей, характеризующих состояние основных средств, по нашему мнению, следует выбрать показатель K_{OC} (доля основного капитала в собственном), так как коэффициент накопления амортизации отражает в основном такую сторону, как степень износа основ-

ного капитала, а коэффициент реальной стоимости имущества — использование как основного, так и оборотного капитала.

Однако, по нашему мнению, с целью реальной оценки состояния основного капитала с позиций финансовой устойчивости следует ввести коэффициент остаточной стоимости основного капитала в собственном $K_{о.к.}$, который будет определяться по формуле:

$$K_{о.к.} = K_{ост} / C_k.$$

Рассмотрим показатели, характеризующие структуру капитала и финансовую независимость от внешних заемных средств.

Коэффициент соотношения заемных и собственных средств ($K_{з/с}$) рассчитывается по формуле:

$$K_{з/с} = \frac{D_з + K_{кр}}{C_k},$$

где $D_з$ — долгосрочные кредиты и займы;

$K_{кр}$ — краткосрочные кредиты и займы.

К заемным денежным средствам относятся долгосрочные кредиты банков, которые могут предоставляться предприятиям: на строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение объектов производственного и непромышленного назначения; на приобретение движимого и недвижимого имущества (машин, оборудования, транспортных средств, зданий и сооружений); на осуществление природоохранных мероприятий. Заемные источники для пополнения оборотных средств традиционно включают банковский краткосрочный кредит.

Коэффициент финансирования рассчитывается как отношение собственных источников к заемным. По нашему мнению, целесообразно было бы рассчитывать на базе каждого из рассмотренных коэффициентов два коэффициента, раскрывающих соотношения: долгосрочных кредитов и займов к собственному капиталу; краткосрочных кредитов и займов к собственному капиталу. Это дало бы возможность более глубоко проанализировать источники средств, направляемые на пополнение как основного, так и оборотного капитала; определить пропорции заемных средств, направляемых на расширение основного и оборотного капитала.

Среди заемных источников важную роль играют кредиты банков, выпуск облигаций, а также использование лизинга.

Одним из показателей, применяемых для оценки эффективности использования заемного капитала, является эффект финансового рычага (ЭФР). В настоящее время ЭФР определяется по формуле:

$$\text{ЭФР} = [(1 - K_n) \text{ROA} - C_n] \cdot \frac{Z_k}{C_k},$$

где ROA — экономическая рентабельность совокупного капитала до уплаты налогов (отношение суммы прибыли к среднегодовой сумме всего капитала);

K_n — коэффициент налогообложения (отношение суммы налогов к сумме прибыли);

C_n — ставка ссудного процента, предусмотренного договором;

Z_k — заемный капитал.

Отношение заемного капитала к собственному представляет собой так называемое плечо финансового рычага. Повышение плеча финансового рычага не следует рассматривать односторонне лишь как постепенную утрату финансовой независимости, поскольку данная ситуация содействует и росту прибыльности собственного капитала. Важно стремиться к оптимальному уровню рассматриваемого отношения. Установить точно этот уровень достаточно сложно, так как на него, помимо количественно измеримых факторов, оказывают влияние и неизмеримые. Эффект финансового рычага возникает, во-первых, из-за разницы в уровне процентной ставки и прибыльности собственного капитала, а во-вторых, в результате воздействия плеча финансового рычага.

В связи с тем что предприятие уплачивает налоги на прибыль, берется в расчет не весь эффект от разности между процентной ставкой и прибылью собственных средств, а лишь его часть.

Если рассмотреть случай для акционерных обществ, то тогда, по нашему мнению, эффект финансового рычага для инвестирования в основной капитал должен включать долгосрочный кредит, облигационный заем сроком свыше года.

Различные виды долговых обязательств применяются при определенных ситуациях. Сумма долговых обязательств, которые может иметь предприятие, во многом зависит от имеющихся у него реальных активов. Долгосрочные долги предприятия обычно представлены в виде подлежащих погашению облигаций.

Облигация относится к основным ценным бумагам, активно используется на фондовом рынке и представляет собой срочную долговую бумагу, которая удостоверяет отношения займа между ее владельцем и эмитентом. Она выпускается, как правило, на срок от одного года и более. При покупке облигации покупатель кредитует продавца. Эмитент обязуется выкупить облигацию в установленный срок. Облигация является денежным документом, подтверждающим обязательства заемщика возместить покупателю номинальную стоимость данной ценной бумаги в определенный срок с выплатой фиксированного или плавающего до-

хода (обычно в зависимости от размера ставки рефинансирования центрального банка).

Облигация имеет базовые характеристики — номинал, курс, пункт, купон (купонный процент), дату погашения, дисконт и др.

Курс облигации определяется в процентах к номиналу. Дисконт (как и премия) — это разница между продажной ценой и номиналом облигации; в случае с премией эта разница положительна, а в случае с дисконтом отрицательна. Другое название дисконта — скидка.

Купон (купонный процент) — это фиксированный процент, который устанавливается в момент эмиссии облигации. Исходя из этого процента владелец облигации получает регулярные платежи. Чем выше размер купонного процента, тем выше ее инвестиционная привлекательность. Величина купона зависит от имиджа, надежности эмитента. На нее влияет также и срок обращения облигации. Чем длительнее срок, тем больше купон, так как рыночный риск прямо пропорционален сроку обращения облигации.

Корпоративные облигации по сроку действия подразделяются на краткосрочные — выпускаются на срок до трех месяцев; среднесрочные — выпускаются на срок от трех месяцев до одного года; долгосрочные — выпускаются на срок более одного года (до 10 лет и более).

Таким образом, для инвестирования в основной капитал важное значение имеют долгосрочные облигации корпораций.

Выпуск облигаций — это один из классических и распространенных способов финансирования инвестиционной деятельности акционерных обществ. Для реализации его организация должна соответствовать определенным юридическим требованиям, относящимся к полной оплате уставного капитала, двухлетней истории существования, сопровождающейся хорошими балансами, и иметь разрешение на выпуск облигационного займа в органах, которые регулируют и контролируют рынок ценных бумаг.

Любой облигационный заем характеризуется четырьмя необходимыми критериями: суммой, процентной ставкой, сроком, графиком погашения.

Сумма облигационного займа в зависимости от сложившихся на рынке условий имеет минимальный и максимальный пороги. При сумме ниже минимума для данных облигаций не будет активного биржевого рынка. При сумме выше максимального порога размещение облигаций будет затруднено из-за невысокого спроса, даже если характеристики компании-эмитента будут очень привлекательными.

Цена облигации с момента ее выпуска и в течение срока обращения постоянно колеблется. Ры-

ночная цена облигации определяется прежде всего доходностью, которая представляет собой отношение выплачиваемых по облигации процентов к ее рыночной стоимости.

Стоимость облигации и процентные ставки связаны между собой обратно пропорционально. По мере роста процентных ставок стоимость существующих облигаций понижается, так как инвесторы могут сделать капиталовложения в новые облигации с большими процентными ставками.

Процентная ставка отражает кредитоспособность эмитента и является следствием сложившейся ситуации на финансовом рынке.

Сроки займа и график погашения оказывают большее влияние на решения инвесторов, так как здесь вступают в силу различные объективные причины, как экономические, так и политические.

Определение этих позиций распространяется на облигации с постоянными и переменными доходами, а также на дисконтные (с нулевым купоном) облигации.

Экономически развитые и стабильно работающие предприятия для финансирования своей деятельности могут эмитировать еврооблигации.

Еврооблигации — это ценные бумаги, номинированные в одной из европейских валют, как правило, отличной от валюты страны. Размещаются еврооблигации с помощью международного синдиката андеррайтеров среди зарубежных инвесторов, для которых данная валюта также, как правило, является иностранной. Типичная еврооблигация — предъявительская ценная бумага в форме сертификата с фиксированной процентной ставкой, по которой доход выплачивается один раз путем предъявления купонов к оплате. Погашение может производиться в конце срока единовременным платежом или в течение определенного срока из фонда погашения.

Для выхода на рынок еврооблигаций самое главное — получить рейтинг. Он представляет собой оценку способности и юридической обязанности эмитента производить своевременные выплаты по облигации. Рейтинг должен достоверно отражать кредитную и финансовую надежность компании, ее способность расплачиваться по основному долгу. Уровень рейтинга является важным фактором при определении цены еврооблигации и годовой процентной ставки.

Основное преимущество еврооблигационных займов — возможность привлечения денежных ресурсов на продолжительные сроки (до 10 лет), причем по ставкам значительно ниже внутренних.

Доходность еврооблигаций, особенно на начальном этапе, определяется в виде спреда, то

есть величины превышения доходности еврооблигаций над текущей доходностью государственных ценных бумаг в данной валюте, срок обращения которых сопоставим со сроком обращения еврооблигаций.

Таким образом, учитывая рассмотренные источники финансирования, заемный капитал, направляемый на приобретение основных фондов, будет определяться по формуле:

$$Z_k = Q_{dk} + O_d$$

где Q_{dk} — объем долгосрочного кредита, млн. руб.;

O_d — стоимость долгосрочных облигаций, млн. руб.

Следовательно, при расчете эффекта финансового рычага, рассчитанного по рентабельности основного капитала, необходимо определить среднюю ставку заемных средств, рентабельность основного капитала.

Среднюю ставку заемных средств, направляемых на приобретение основного капитала, по нашему мнению, следует определять по формуле:

$$C_{сз} = \frac{C_{п} \cdot Q_{dk} + C_{д.о} \cdot O_d}{Q_{dk} + O_d},$$

где $C_{п}$ — ставка ссудного процента по долгосрочному кредиту;

Q_{dk} — объем долгосрочного кредита, млн. руб.;

$C_{д.о}$ — ставка процента по долгосрочным облигациям.

Рентабельность основного капитала ($R_{ок}$) определим по формуле:

$$R_{ок} = \frac{\Pi_H}{C_{ко} + Z_{ко}}$$

где Π_H — прибыль до налогообложения;

$C_{ко}$ — собственный капитал, направляемый на приобретение основных фондов;

$Z_{ко}$ — заемный капитал, идущий на приобретение основных фондов.

Тогда эффект финансового рычага, рассчитанный по рентабельности основного капитала, будет определяться по формуле:

$$\Delta \Phi P_{ок} = [(1 - K_H) R_{ок} - C_{сз}] \cdot \frac{Z_{ко}}{C_{ко}}$$

Увеличение рентабельности основного капитала за счет привлечения заемных средств, с учетом индекса постоянного актива, мы предлагаем определять по формуле:

$$\Delta R_{ок} = K_{ок} \cdot \Delta \Phi P_{ок},$$

где $K_{ок}$ — коэффициент остаточной стоимости основного капитала в собственном;

$\Delta \Phi P_{ок}$ — эффект финансового рычага, рассчитанный по рентабельности основного капитала.

Таким образом, анализ показателей, характеризующих состояние основного капитала, и их совершенствование позволит улучшить методологическую базу анализа финансовой устойчивости субъекта хозяйствования. ■

КОММЕНТАРИЙ

к Инструкции о порядке размещения государственных краткосрочных и государственных долгосрочных облигаций Республики Беларусь среди физических лиц

В настоящее время рынок государственных ценных бумаг является наиболее динамично развивающимся сегментом фондового рынка Беларуси, что вызвано закономерной необходимостью решения макроэкономических задач, актуальных для всех стран, в том числе и нашей республики.

Важной функцией, традиционно выполняемой рынком государственных ценных бумаг, является финансирование дефицита государственного бюджета. Выпуск ценных бумаг правительства является наиболее экономически целесообразным методом финансирования бюджетного дефицита. С учетом предусмотренного Концепцией разви-

тия банковской системы Республики Беларусь на 2001-2010 гг. прекращения, начиная с 2004 г., прямого кредитования Национальным банком Правительства Республики Беларусь и опыта экономически развитых стран государственные ценные бумаги становятся одним из основных внутренних источников финансирования дефицита бюджета.

В этой связи Министерство финансов Республики Беларусь постоянно занимается разработкой новых видов финансовых инструментов, повышением эффективности их функционирования, расширением круга участников рынка ценных бумаг правительства, дальнейшим развитием зако-