

УЧРЕЖДЕНИЕ ОБРАЗОВАНИЯ
«БЕЛОРУССКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»

УДК 658.14.012

ДРАГАН ТАТЬЯНА МИХАЙЛОВНА

**ЭКОНОМИЧЕСКОЕ ОБОСНОВАНИЕ САНАЦИИ ПРЕДПРИЯТИЯ
В УСЛОВИЯХ ОГРАНИЧЕННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ**

08.00.05 — экономика и управление народным хозяйством
(специализация — экономика, организация и управление
предприятиями, отраслями, комплексами)

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Минск – 2005

в УО «Белорусский государственный экономический университет»

итель — кандидат экономических наук, доцент
Кивачук В.С.,
кафедра бухгалтерского учета, анализа и
аудита, УО «Брестский государственный
технический университет»

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Гейзлер П.С.,
кафедра экономики предпринимательства,
УО «Белорусский государственный эконо-
мический университет»

кандидат экономических наук
Матяс А.А.,
отдел макроэкономического анализа и
краткосрочного прогнозирования, ГНУ «На-
учно-исследовательский экономический ин-
ститут Министерства экономики Респуб-
лики Беларусь»

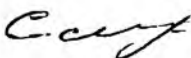
Оппонирующая организация — УО «Полоцкий государственный универ-
ситет»

Защита состоится 9 декабря 2005 г. в 14.30 на заседании совета по защите дис-
сертаций Д 02.07.02 при УО «Белорусский государственный экономический универ-
ситет» по адресу: 220070, Минск, просп. Партизанский, 26, зал заседаний Совета
(ауд. 205), тел. 209-79-56.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке УО «Белорусский государст-
венный экономический университет».

Автореферат разослан 9 ноября 2005 года.

Ученый секретарь
совета по защите диссертаций,
доктор экономических наук,
старший научный сотрудник



С.Ф. Миксюк

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы диссертации. Фаза кризиса — одна из неизбежных и закономерных стадий воспроизводственного цикла. Исследование статистической информации позволило выявить дестабилизационные процессы в экономике Республики Беларусь, проявляющиеся в увеличении числа убыточных предприятий, удельный вес которых в промышленности на конец 2004 г. превышал 30 %. Это подтверждает необходимость принятия научно обоснованных мер по устранению кризисных явлений.

Законодательством Республики Беларусь установлен приоритет восстановления предприятий на досудебной стадии, проведения диагностических процедур и последующих оздоровительных мероприятий, чтобы максимально использовать возможность не доводить предприятия до возбуждения судебной процедуры банкротства. При диагностике особую значимость имеет эффективность методик анализа и распознавания кризиса, научно-исследовательских подходов к изучению процесса развития кризисной ситуации. Своевременное выявление кризисного состояния предприятия в процессе его развития позволит на ранней стадии осуществить оздоровительные меры и избежать банкротства, а также снизить социальную напряженность в обществе из-за ликвидации предприятия и потери рабочих мест. Следовательно, изучение кризиса является актуальным и необходимым направлением исследования.

Одним из важнейших инструментов антикризисного управления является привлечение инвестиционных ресурсов в санлируемую организацию. В настоящее время инвестиционный аспект проблемы санации в Республике Беларусь требует повышенного внимания из-за ограниченного характера финансовых средств. Большой вклад в исследование и решение проблем повышения эффективности функционирования предприятий внесли отечественные ученые, аналитики, специалисты в области планирования, инвестиционного анализа и антикризисного управления И.М. Бабук, В.В. Галочкин, П.С. Гейзлер, С.Г. Голубев, В.С. Ельсуков, А.И. Ильин, В.П. Каменков, Б.И. Конанов, Л.А. Ковалев, В.С. Кивачук, А.А. Матяс, А.И. Мирониченко, И.А. Михайлова-Станюта, Л.Н. Нехорошева, М.И. Плотницкий, В.И. Стражев, В.Н. Шимов, Т.Н. Беляцкая, А.А. Быков и др. Проблемы банкротства и санации предприятий исследуют зарубежные экономисты Х. Хесс, Д. Фехнер, А.М. Хил Лафусенте, К. Хеддервик, Ф.Дж. Фабоцци, Т.Д. Коггин, а также ученые стран СНГ Э.А. Уткин, Э.М. Коротков, А.Г. Гризнова, А.Д. Чернявский, Н.Н. Тренев, В.И. Решецкий и др.

В то же время вопросы оценки целесообразности и эффективности санации, формирования ее научно-методического обеспечения остаются нерешенными. Для привлечения инвестиций в предприятия на стадии кризиса необходимы новые научно обоснованные методы оценки их инвестиционной привлекательности и эффективные мероприятия по ее повышению. Существующие разработки не содержат в полной мере методических положений по оценке инвестиций в условиях санации, что обуславливает актуальность данной области исследования.

В этой связи исследование методик и критериев оценки кризиса, методов его устранения с рациональным использованием инвестиций представляет как научный, так и практический интерес.

Связь работы с крупными научными программами, темами. Исследование проводилось в рамках НИР «Разработка методики проведения санации предприятий строительной отрасли» по гранту Министерства образования Республики Беларусь (№ ГР 20031211, 2003), а также в ходе выполнения обязанностей помощника антикризисного управляющего в делах о банкротстве колхоза «Красная звезда» Кобринского района (дело № 98-8/2000, в соответствии с решением Хозяйственного суда Брестской области от 07.02.2001 г.), ПРУП «Горынский комбинат строительных материалов» Столинского района Брестской области (дело № 13-8Б/2002, в соответствии с решением Хозяйственного суда Брестской области от 05.04.2002 г.).

Исследования проводились в ходе научно-исследовательских работ по заданиям Министерства образования «Теория и методология управленческого учета в коммерческих организациях в условиях экономического кризиса» (№ ГР 20011708, 2001), «Санация предприятий государственной формы собственности в условиях перехода к рыночным отношениям» (№ ГР 19971527, 1997—1999), «Анализ финансово-хозяйственной деятельности предприятия в условиях банкротства» (№ ГР 20001371, 2000).

Цель и задачи исследования. Целью исследования является разработка научно-методических положений по экономическому обоснованию санации предприятия в условиях ограниченных финансовых ресурсов.

Для достижения указанной цели были поставлены следующие задачи:

- исследовать возможность, целесообразность, формы осуществления и виды инвестиций в субъекты хозяйствования, находящиеся на стадии кризиса, на основе имеющихся теоретических положений, отечественной нормативно-правовой базы и опыта проведения санационных процедур в Республике Беларусь и за рубежом;
- обосновать условия проведения на предприятии процедуры санации путем привлечения инвестиций, исходя из исследования экономической категории «инвестиционная привлекательность» применительно к предприятиям — объектам санации, и разработать рекомендации по усовершенствованию ее оценки с использованием новых, более информативных критериев;
- усовершенствовать и научно обосновать методические подходы к оценке эффективности инвестиций в условиях кризиса и санации с учетом особенностей инвестиционного потенциала Республики Беларусь, необходимости рационального использования ограниченных инвестиционных ресурсов;
- разработать методические рекомендации по оценке целесообразности санации методом привлечения инвестиций и практически применить полученные результаты в ходе планирования и проведения санационных процедур предприятий Беларуси.

Объект и предмет исследования. Объектом исследования являются предприятия Республики Беларусь, находящиеся в стадии кризиса и испытывающие недостаток инвестиционных ресурсов.

В качестве предмета исследования рассматриваются методы оценки инвестиционной привлекательности кризисных предприятий и проведения их санации с привлечением инвестиций.

Методология и методы проведенного исследования. В ходе исследований использованы методы финансового анализа, инвестиционного планирования, элементы

системного анализа и теории оценки рисков, методы экономического анализа и обработки информации, элементарные методы обработки рядов динамики, методы чтения и анализа финансовой отчетности, метод сравнения и др.

Научная новизна и значимость полученных результатов. Научная новизна результатов диссертации состоит в усовершенствовании и дополнении имеющихся положений по инвестиционному анализу и санационному проектированию, а также в решении комплекса научно-методических теоретических и практических задач по обоснованию санации методом привлечения инвестиций. К наиболее значимым результатам, имеющим научную новизну, относятся следующие:

- обоснован и определен набор количественных и качественных показателей, формирующих инвестиционную привлекательность предприятия на стадии санации, включающий наряду с внешними и внутренними факторами, организационно-правовыми формами участия инвестора в санации ряд дополнительных критериев (рейтинговую оценку инвестиционной привлекательности санируемого предприятия и пороговую сумму инвестиций), которые в совокупности определяют целесообразность финансовой санации, мотивируют вложение средств потенциальными инвесторами для оздоровления предприятия и составляют основу инвестиционного предложения объекта санации;

- разработана методика обоснования санации, базирующаяся на впервые введенном интегральном показателе — скорости развития кризиса. В отличие от существующих методов диагностики кризиса указанный показатель позволяет не статично оценить степень кризиса, а проанализировать процесс развития неплатежеспособности на предприятии. Величина показателя скорости развития кризиса положена в основу рейтинговой оценки инвестиционной привлекательности санируемых предприятий;

- установлена взаимосвязь результативности санации и скорости развития кризиса на предприятии, подтвержденная практическим применением разработанной методики на предприятиях, прошедших судебную процедуру банкротства. Предприятия с высокой скоростью развития кризиса, интерпретируемые как имеющие низкую привлекательность, в ходе процедуры конкурсного производства были ликвидированы, а с низкой — находятся в стадии текущей либо завершенной санации;

- предложена методика инвестиционных расчетов, отличающаяся от существующих двусторонним подходом к оценке инвестиций: с позиции предприятия и со стороны инвестора. Она предполагает определение инвестиционной емкости санируемого предприятия, под которой понимается максимальная величина финансовых вложений в объект санации, способных обеспечить инвестору необходимый уровень доходности при реализации утвержденного плана санации;

- разработаны рекомендации по обоснованию инвестиций в санацию, базирующиеся на сопоставлении инвестиционной емкости со стоимостью планируемых санационных мероприятий. Установлено и подтверждено практическими результатами, что критерием обоснованности финансовых вложений является достаточность данной суммы вложений для финансирования всех оздоровительных процедур. Преимущество предлагаемого метода оценки инвестиций состоит в том, что он позволяет на стадии защитного периода рассчитать эффективную сумму инвестиций и оценить целесооб-

разность вложений в санлируемое предприятие, а следовательно, предотвратить неэффективное использование инвестиционных ресурсов;

- обоснована целесообразность привлечения инвестиций для целей санации из нескольких источников, обусловленная их ограниченностью в отечественной экономике и основанная на свойстве фрагментарности инвестиционных вложений в санлируемое предприятие. Установлена и практически подтверждена способность фрагментарных инвестиций генерировать синергетический эффект при привлечении всего требуемого для санации объема инвестиций, что позволяет расширить круг потенциальных инвесторов и не допустить необоснованную ликвидацию кризисных предприятий.

Практическая (экономическая, социальная) значимость полученных результатов. Практическая значимость полученных результатов состоит в возможности обосновать введение санации на предприятии за счет привлечения инвестиционных ресурсов, для чего разработаны методики оценки скорости кризиса, расчета суммы инвестиций в санацию. Предлагаемые подходы и методики инвестиционных расчетов для объектов санации позволяют сформировать новые количественные показатели, характеризующие возможность достижения положительного результата санации предприятия при обеспечении доходности вложений для инвестора.

Исследования проводились в тесной связи с практической работой на предприятиях, находящихся в досанационной стадии и на стадии реализации проекта санации (ПРУП «Горынский комбинат строительных материалов» и колхоз «Красная звезда»). Представленные в диссертации результаты применены на данных предприятиях в части расчета эффективности инвестиций в объект санации, оценки инвестиционной привлекательности предприятия и разработки инвестиционного предложения, осуществления адаптации инвестиционных расчетов к условиям нестабильности, что имеет документальное подтверждение. Полученные результаты исследований могут использоваться в дальнейшей практике оздоровления отечественных организаций.

Экономическая значимость заключается в направленности исследования на повышение эффективности функционирования отечественных предприятий; разработку и использовании методов отбора субъектов хозяйствования, оздоровление которых целесообразно для заинтересованных сторон и финансово реализуемо; изучении возможности привлечения и вариантов освоения финансовых ресурсов в целях эффективной санации; повышении притоков отчислений в бюджет государства в виде налогов и неналоговых платежей, поступающих от прошедших санацию субъектов хозяйствования; экономии государственных средств путем обоснованной оценки инвестиционной привлекательности государственных предприятий, находящихся в стадии кризиса, в целях привлечения отечественных и зарубежных инвесторов.

Социальная значимость обусловлена направленностью исследований на выявление общественных результатов санации, улучшение инвестиционного климата в стране и снижение числа убыточных отечественных предприятий.

Результаты исследования целесообразно применять на отечественных предприятиях, находящихся в стадии кризиса, проходящих процедуру банкротства, имеющих признаки неплатежеспособности, испытывающих недостаток инвестиционных ресурсов.

Основные положения диссертации, выносимые на защиту:

- система критериев оценки инвестиционной привлекательности санируемого предприятия, которая включает обоснованный набор качественных и количественных показателей, влияющих на предпочтения инвестора при выборе варианта вложения средств, позволяет не только качественно оценить преимущества и недостатки инвестирования в санацию, но и рассмотреть варианты преобразования предприятия, рассчитать эффективность инвестиций в санируемое предприятие;

- методика определения скорости развития кризиса, которая дает возможность исследовать и оценить процесс развития кризисного состояния на предприятии на основе динамики коэффициентов платежеспособности. Разработанный интегральный показатель скорости кризиса служит критерием ранжира убыточных предприятий на потенциально санируемые и подлежащие ликвидации. Взаимосвязь результативности санации и скорости развития кризиса подтверждена в ходе практического применения методики на ряде предприятий, фактически прошедших процедуру экономической несостоятельности (банкротства);

- методика расчета суммы инвестиций в объект санации — инвестиционной емкости предприятия, характеризующей максимально допустимый уровень вложений, обеспечивающий инвестору требуемую норму доходности инвестиций при заданном плане санации. Методика позволяет на начальной стадии производства дела о банкротстве оценить масштаб необходимых вложений и соизмерить эффект от санации предприятия с суммой потенциальных инвестиций, а также служит критерием оценки целесообразности санации методом привлечения инвестиций;

- научно обоснованные рекомендации по оценке эффективности инвестиций в объект санации, базирующиеся на установлении критерия достаточности инвестиционной емкости предприятия для реализации планируемых санационных мероприятий. Соблюдение условия достаточности способствует выявлению эффективной суммы вложений и возможного запаса прочности проекта санации, совмещению интересов инвестора и инициатора санации предприятия, что также содействует одновременному эффективному использованию инвестиций и оздоровлению предприятия;

- предложения по обоснованию источников финансирования санации в условиях ограниченности финансовых ресурсов в отечественной экономике на основе свойства фрагментарности инвестиций, позволяющего получить синергетический эффект от вложений, привлекаемых из разных источников, расширить круг потенциальных инвесторов, стимулировать привлечение безвозвратных вложений, сохранить и оздоровить социально значимые предприятия, уменьшить количество убыточных предприятий в экономике.

Личный вклад соискателя. Диссертация является самостоятельным и законченным научным трудом по проблемам санации кризисных предприятий в условиях ограниченных финансовых ресурсов, выполненным на основе практических результатов санации ряда экономически несостоятельных отечественных предприятий и теоретических исследований автора. Основные ее положения, выносимые на защиту, имеющие научную новизну, практическую, экономическую и социальную значимость, разработаны соискателем лично.

Апробация результатов диссертации. Основные положения диссертационной работы изложены автором: на Международной научной конференции «Актуальные проблемы германской истории, политики, экономики, культуры» (Брест, 2003); Республиканской научно-практической конференции «Государственное управление в Республике Беларусь и за рубежом» (Минск, 2003); Международной научно-практической конференции «Региональные проблемы несостоятельности предприятий в условиях модернизации экономики Республики Беларусь» (Брест, 2003); Международной научно-методической конференции «Наука и образование в условиях социально-экономической трансформации общества» (Брест, 2004); Международной научной конференции «Молодежь в науке — 2004» (Минск, 2004); Международной научной конференции «Проблемы развития теории бухгалтерского учета, анализа и контроля» (Брест, 2004).

Опубликованность результатов. По теме диссертационного исследования опубликовано 13 работ общим объемом 116 страниц, в том числе 1 монография, 6 статей в научных журналах, 2 — в научных сборниках, 4 — в материалах конференций.

Структура и объем диссертации. Диссертация состоит из общей характеристики работы, трех глав, заключения, списка использованных источников, включающего 110 наименований, и приложений. Работа изложена на 166 страницах. Объем, занимаемый 33 рисунками, 11 таблицами, 9 приложениями, составляет 60 страниц.

СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

В первой главе «**Роль и место санации в теории кризиса и антикризисном управлении**» содержатся результаты исследования теоретических и практических разработок отечественных и зарубежных специалистов в области кризиса и санации; рассмотрены опыт антикризисного управления в зарубежных странах, методы диагностики кризисного состояния, признаки и классификация кризисов; проанализирован кризис как историческая категория.

Анализ статистических данных позволил сформулировать основные тенденции развития отечественных предприятий, свидетельствующие об увеличении убыточности деятельности.

Установлено, что одним из действенных направлений оздоровления экономики является проведение санации убыточных предприятий. Анализ законодательства зарубежных стран в области банкротства дает возможность выявить в большинстве государств приоритет восстановления (реабилитации) кризисных предприятий как более эффективного в большинстве случаев результата процедуры банкротства по сравнению с ликвидацией. Используемые в зарубежных странах методы и подходы к оздоровлению предприятий могут рассматриваться в качестве методологической базы для разработки мероприятий по оздоровлению белорусских предприятий, но с обязательной адаптацией к отечественным условиям хозяйствования.

Основным симптомом кризисного состояния является неплатежеспособность, причинами которой могут выступать недостаточная загруженность мощностей, неконкурентоспособная продукция, морально и физически изношенное оборудование, неэффективное управление и др. Для недопущения ликвидации предприятий необходим комплекс мер, направленных на оздоровление финансовой и хозяйственной деятельности с привлечением денежных средств.

На основе анализа способов разрешения кризисных ситуаций определено, что в большинстве случаев для обеспечения эффективной санации требуются финансовые вложения, что обусловило исследование инвестиционных аспектов санации.

Активизация действий по предотвращению банкротства со стороны государства наблюдается на социально значимых предприятиях, санация которых контролируется на государственном уровне и проводится при финансовой поддержке государственных структур.

Отмеченные выше факты, полученные на основе анализа литературных и нормативно-правовых источников, позволили сформулировать цель и задачи проводимого исследования.

Вторая глава **«Инвестиционная привлекательность объекта санации»** посвящена проблемам привлечения финансовых ресурсов в ходе санации и определения целесообразности их вложения на основе рейтинговой оценки инвестиционной привлекательности объекта санации.

В целях стимулирования инвестиций в оздоровление предприятия предложен новый подход к оценке инвестиционной привлекательности объекта санации, согласно которому предполагается учитывать не только традиционные показатели, но и новые, в том числе более информативные количественные критерии, направленные на повышение объективности информации и эффективности ее использования и определяющие тем самым целесообразность дальнейшей разработки инвестиционных составляющих санационного проекта.

Инвестиционная привлекательность объекта санации определяется системой количественных и качественных показателей, характеризующих объективные признаки, средства, возможности инвестирования в saniруемое предприятие. Применительно к организациям, находящимся в стадии санации, в работе сформулированы факторы инвестиционной привлекательности, оценка которых позволяет потенциальному инвестору ориентироваться в экономическом окружении объекта инвестиций, во внутрипроизводственной специфике предприятия.

Одной из основных характеристик инвестиционной привлекательности является возможность преобразования saniруемого предприятия. Для этого исследованы варианты изменения организационно-экономического механизма предприятия с участием инвестора, рассмотрены приемлемые формы инвестиционных вложений, учитывающие цель как объекта санации, так и потенциального инвестора.

Оценка инвестиционной привлекательности произведена с приведением практических результатов, полученных при разработке и реализации проекта санации ПРУП «Горынский комбинат строительных материалов».

Одним из важнейших критериев участия инвестора в финансировании санационных процедур является достоверная оценка целесообразности и эффективности оздоровления предприятия, которую предлагается производить при помощи нового показателя — скорости развития кризиса. На повышение инвестиционной безопасности сотрудничества с предприятием — объектом санации направлены исследования взаимосвязи скорости развития кризиса в рассматриваемом периоде и обоснованности введения санации.

Под скоростью развития кризиса (V_k) понимается величина, к которой приводятся значения скоростей изменения показателей оценки кризисного состояния (в частности, коэффициентов платежеспособности) субъекта хозяйствования за кризисный период.

На рис. 1 представлена схема, на которой иллюстрировано предположение взаимосвязи скорости развития кризиса и результативности санационных процедур. Допустим, что существует некоторый пороговый уровень скорости, характеризуемый углом (α_1 , α_2) наклона прямой, аппроксимирующей значения показателей платежеспособности во времени. При α_1 — санация эффективна, при α_2 — санация возможна, а при превышении значения α_2 — нецелесообразна.

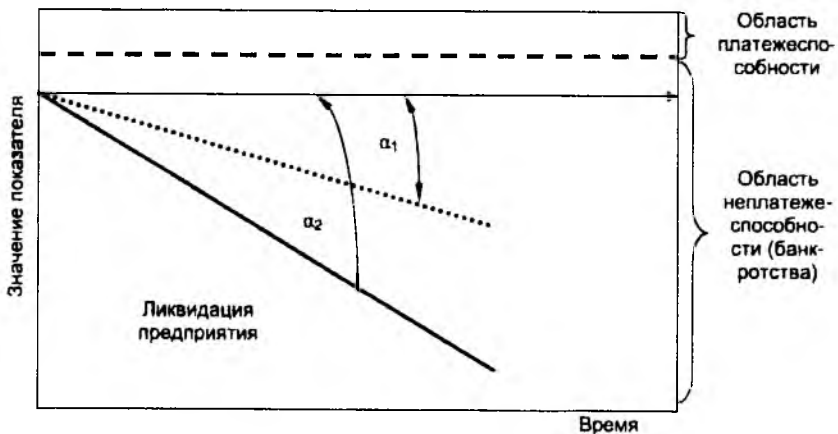


Рис. 1. Влияние скорости развития кризиса на целесообразность и эффективность санации:

- невысокая скорость кризиса
- высокая скорость кризиса
- - - - - норматив показателя

Источник: собственная разработка.

Для расчета скорости развития кризиса разработана методика, основанная на ретроспективном анализе показателей платежеспособности предприятия. Схема расчета представлена на рис. 2.

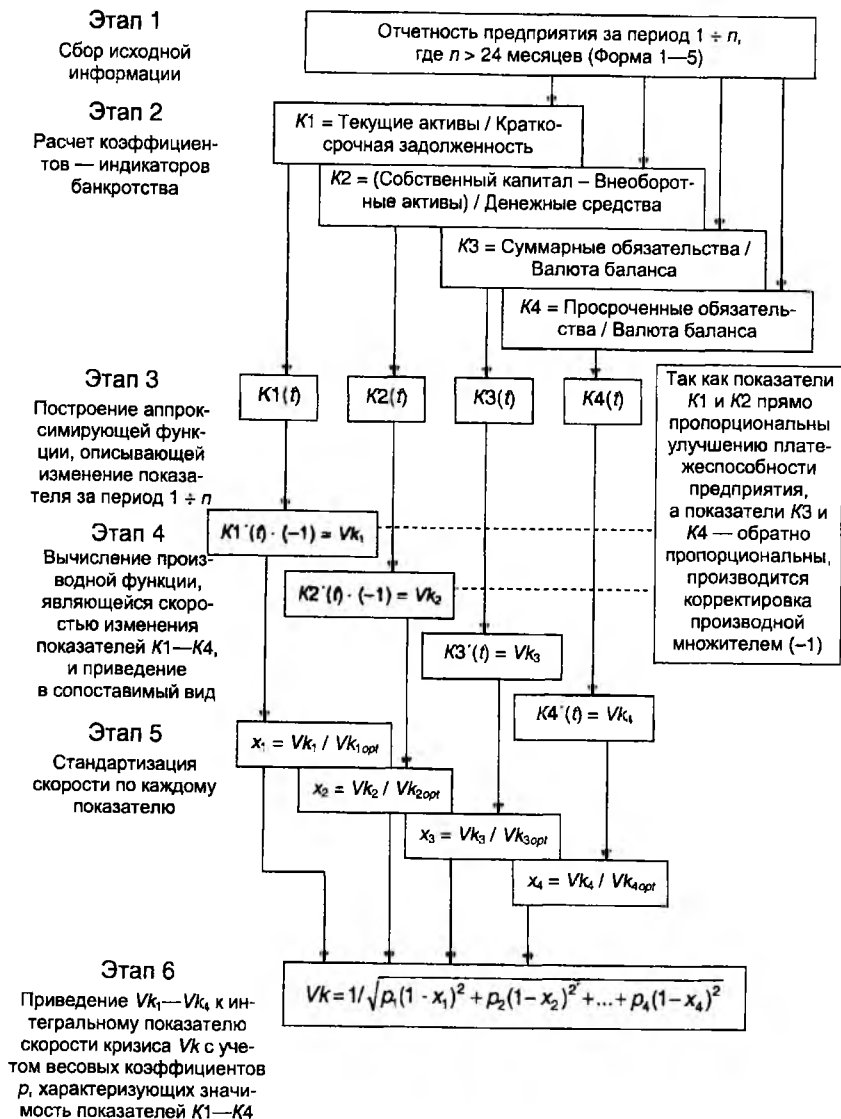


Рис. 2. Алгоритм расчета скорости развития кризиса

Источник: собственная разработка.

Для практической проверки предлагаемых показателей оценки возможности и целесообразности санации рассчитана скорость развития кризиса по данной методике для нескольких предприятий, прошедших процедуру банкротства с последующей санацией или ликвидацией.

Проанализированные данные пяти предприятий, фактически прошедших стадию банкротства в соответствии с решением Хозяйственного суда Брестской области, позволяют выявить взаимосвязь скорости кризиса, целесообразности и результативности санации (табл. 1).

Таблица 1

Результаты процедуры банкротства предприятий
и их связь со скоростью развития кризиса

| Предприятие | Vk | Последствия процедуры банкротства |
|----------------------------|------|-----------------------------------|
| Трансвест и К ^о | 2,16 | Ликвидация |
| Белдент | 1,25 | Ликвидация |
| Красная звезда | 1,04 | Санация |
| Горынский КСМ | 1,03 | Текущая санация |
| Труд | 0,96 | Реорганизация |

Так, предприятия «Трансвест и К^о» и «Белдент», характеризующиеся сравнительно высоким уровнем скорости кризиса, в процессе банкротства были ликвидированы, предприятия «Труд», «Красная звезда» прошли санацию, ПРУП «Горынский КСМ» находится в режиме санации.

Меньшее значение скорости развития кризиса автор интерпретирует как показатель целесообразности санации и мотивирующий фактор вложения финансовых средств по сравнению с предприятиями, имеющими высокую скорость кризиса.

Уточненная величина критерия Vk должна устанавливаться на основе анализа широкого массива информации о предприятиях, прошедших процедуру банкротства, являющейся сегодня ограниченно доступной.

Методика расчета Vk может быть применена с учетом различных подходов к значимости коэффициентов.

По своей сути скорость развития кризиса представляет собой интегральный количественный показатель, характеризующий предприятие не статично, для чего достаточно самих значений коэффициентов в определенный момент времени, а в динамике. Это дополняет методы оценки кризисных предприятий еще одним весьма информативным показателем, который предлагается использовать при рейтинговой оценке инвестиционной привлекательности. В качестве рейтинга рекомендовано применять величину, обратно пропорциональную скорости развития кризиса.

При обработке результатов рейтинговой оценки инвестиционной привлекательности санируемого предприятия важно учитывать в качестве потенциального инвестора государство (как собственника предприятия), для которого представленный расчет может служить основанием для рассмотрения предложений возможного инвестирования санационных мероприятий. С позиции государства при принятии решений о финансировании оздоровления ряда кризисных предприятий рейтинговая оценка по-

зволяет выявить и отобрать те из них, которые наиболее устойчивы, стабильны в своем развитии. Организации с резкими скачками показателей финансового состояния, интенсивным падением платежеспособности могут подозреваться в умышленном банкротстве.

В третьей главе «**Эффективность инвестиционных вложений в условиях санации**» рассматриваются особенности оценки целесообразности и эффективности финансовых вложений в оздоровление предприятий, исследуются понятия инвестиционной емкости, свойство фрагментарности санационных инвестиций.

Ограниченность финансовых ресурсов в Республике Беларусь не позволяет использовать их нерационально, расплывая средства на неэффективную санацию. Сложная ситуация для санации возникает при необходимости в инвестициях, которые не могут быть привлечены от одного инвестора и в краткий срок. В этих случаях используется вариант смешанных источников финансирования. Например, для предприятия «Горынский КСМ» это целевые фонды ведомств (министерств), финансовая помощь Фонда занятости, выданные должнику кредиты банков, средства от продажи части неиспользуемого имущества должника, средства заинтересованных инвесторов и др.

Экономический и социальный эффект при таких вариантах санации достижим при восстановлении технологической и организационно-экономической деятельности предприятия-должника. Локальное вложение средств в промежуточный этап не дает отдачи до завершения всех восстановительных работ. В связи с этим предложена и исследована новая категория — фрагментарные санационные инвестиции, означающая получение отдачи при освоении всей суммы вложений, поскольку целевая направленность инвестиций в санацию подразумевает реализацию комплекса оздоровительных процедур.

Фрагментарные санационные инвестиции — инвестиции в досудебное оздоровление или санацию, направляемые на отдельный объект от различных инвесторов на возвратной и (или) невозвратной основе, в совокупности способствующие достижению экономического эффекта и (или) решению социальных задач. Получение требуемой нормы доходности для инвестора обеспечивает не единичное инвестирование, а финансирование всего комплекса санационных мероприятий.

Структурными элементами фрагментарных санационных инвестиций могут быть возвратные и невозвратные инвестиции. В соответствии с действующим законодательством, банки и небанковские кредитно-финансовые организации могут предоставлять кредиты для осуществления досудебного оздоровления, реализации планов его завершения в защитном периоде и планов санации. Вероятность получения невозвратных инвестиций увеличивается по мере роста значимости объекта для государства и общества.

Инвестирование в санируемое предприятие по сравнению с прибыльным представляется гораздо более сложным и неопределенным процессом. При этом вычисление объема инвестиций и их эффективности требует нового нестандартного подхода, предполагающего совмещение интересов как инвесторов, так и собственников санируемого предприятия, и отражение в инвестиционных расчетах их целей. Данный подход предусматривает новый порядок расчета суммы инвестиций на основе расчета

бюджета операционной деятельности предприятия при условии его успешного восстановления.

Исходя из вышесказанного, инвестиции в объект санации должны быть в размере, необходимом для обеспечения инвестору требуемой нормы доходности и покрытия затрат на санацию и восстановление предприятия. Данную величину, удовлетворяющую двум приведенным выше условиям, предлагается назвать эффективной инвестиционной суммой. Для ее вычисления следует выполнить два расчетных этапа, каждый из которых предполагает определение критериев в соответствии с приведенными условиями, после чего можно установить эффективную инвестиционную сумму или доказать невозможность ее существования:

- вычисление суммы инвестиций, обеспечивающей требуемую инвестору норму доходности вложений. Для этого разработана новая методика расчета;
- проектирование затрат на осуществление санации исходя из величины рассчитанной суммы. На данном этапе устанавливается минимальный требуемый размер вложений для восстановления предприятия.

Базовая схема определения эффективной инвестиционной суммы отражена на рис. 3. Суть данной схемы состоит в том, что если существует эффективная сумма инвестиций в предприятие на стадии санации, то она содержится в инвестиционном предложении и должна обеспечить инвестору получение заданной доходности на вложенный капитал, а предприятию — реализацию запланированных санационных мероприятий.



Рис. 3. Схема формирования эффективной суммы инвестиций

Источник: собственная разработка.

Для учета интересов инвестора предложено и исследовано новое понятие — инвестиционная емкость объекта санации. Она представляет собой максимальную сумму инвестиционных вложений, которая может обеспечить инвестору требуемый эффект с вложенного капитала, и рассчитывается по предложенной методике на начальных стадиях разработки проекта санации. Методика основывается на использовании международных критериев оценки эффективности инвестиций, легко адаптируется к

изменению условий инвестирования и факторам неопределенности. Инвестиционную емкость рекомендуется использовать в качестве элемента исходной информации при составлении плана санации.

Расчет суммы инвестиций производится по формуле

$$S\varepsilon = \sum_{i=1}^m \frac{PF_i - Zsan_i}{(1+d)^i} - \frac{KS_m}{(1+d)^m},$$

где $S\varepsilon$ — эффективная сумма инвестиций, ден. ед.;

PF_i — прогнозируемая прибыль за период, ден. ед.;

$Zsan_i$ — текущие затраты на проведение санации за период i (включающие вознаграждение управляющему, судебные расходы и т.д.), ден. ед. Они не являются затратами на восстановительные работы (ремонт, обновление основных средств, покупку оборудования), а представляют собой специфическую статью затрат, характерных только для санационного периода;

KS_m — задолженность, отсроченная на конец санации с начисленной пеней, ден. ед.;

d — требуемая норма доходности за период (устанавливается с позиции инвестора и должна быть не ниже уровня доходности по альтернативным вариантам вложений);

m — количество периодов в сроке санации, месяцы.

Предлагаемая методика базируется на следующих положениях:

1. В отличие от практикуемых методик оценки эффективности инвестиций искомой величиной является сумма инвестиций, при которой будет достигаться заданный эффект.

2. Потоки от производственной деятельности проектируются методом бюджетирования исходя из предполагаемой загрузки по аналогии с производственным процессом в докризисный период с учетом проведенных маркетинговых исследований и возможной рентабельности производства.

3. Известной (задаваемой) величиной является требуемый уровень доходности инвестиций. При этом для социально значимых предприятий целесообразно производить корректировку в зависимости от возникновения источников фрагментарных невозвратных инвестиций.

Следует подчеркнуть тот факт, что рассчитанная величина инвестиций определяет только инвестиционную емкость санируемого предприятия в соответствии с результатами принятого варианта бюджетирования и может не являться эффективной инвестиционной суммой. Окончательное решение о требуемой величине вложений, которую рекомендуется отразить в инвестиционном предложении предприятия — объекта санации, может быть вынесено после обоснования достаточности их для проведения мероприятий по восстановлению, позволяющих осуществить принятый вариант бюджета. На данной стадии возможны следующие варианты развития событий (их схемы представлены на рис. 4):

1. Инвестиционная емкость предприятия, позволяющая инвестору получить требуемый уровень доходности, покрывает санационные затраты (рис. 4а). В этом случае расчетная сумма удовлетворит интересам как инвестора, так и собственника, и яв-

ляется эффективной суммой инвестиций. Кроме того, возможная величина превышения расчетной суммы над требуемой для санации рассматривается в качестве «запаса прочности» проекта, на который может быть уменьшена сумма инвестиций.

2. Сумма, необходимая для осуществления принятого варианта бюджетирования санации, превышает инвестиционную емкость предприятия (рис. 4б). В этом случае привлечение инвестиций не позволит создать условия для реализации плана санации, инвестирование экономически нецелесообразно.

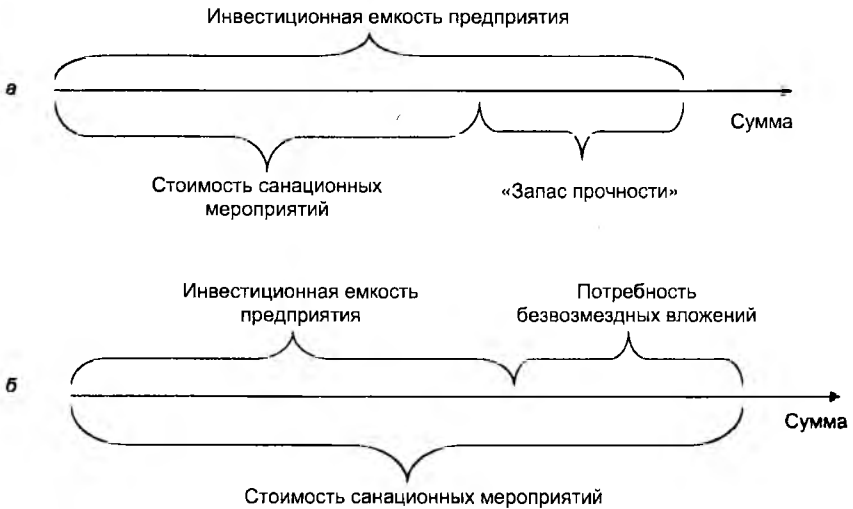


Рис. 4. Возможные варианты результатов инвестиционных и санационных расчетов:
а — инвестирование эффективно; б — эффективность вложений сомнительна

Источник: собственная разработка.

Фактор неопределенности, характеризующий процесс инвестирования, необходимо учитывать и при инвестировании в объект санации. На досудебной стадии сформирована общая схема учета риска, заключающаяся в маневрировании нормой дисконта, включающей величину надбавки за риск, что повышает устойчивость проекта санации.

Методики расчета инвестиционной емкости использованы на ПРУП «Горынский КСМ» с обособленными расчетами по структурным подразделениям комбината (табл. 2).

В ходе применения результатов исследования было установлено, что производственная деятельность возможна на двух структурных подразделениях комбината — заводе облицовочной фасадной керамики (ЗОФК) и кирпичном заводе. Рассчитанные суммы определили пределы суммарных фрагментарных инвестиций, в рамках которых осуществляются санационные мероприятия. Исходя из рассчитанных сумм, про-

изводились проектирование санационных мероприятий и поиск источников финансирования.

Таблица 2

Инвестиционная емкость подразделений ПРУП «Горынский КСМ», тыс. руб.

| Подразделение | С точки зрения общественной эффективности | С точки зрения экономической эффективности |
|-----------------|---|--|
| ЗОФК | 1 649 595 | 1 494 838 |
| Кирпичный завод | 3 616 578 | 2 718 677 |

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

1. Реализация экономической политики Республики Беларусь предполагает комплексный подход к проблеме повышения эффективности работы предприятий, неотъемлемым элементом которого является антикризисное управление. Прогнозирование, ранняя диагностика и устранение кризиса на отечественных предприятиях могут производиться на основе существующих методологических подходов, международного опыта санации только при их усовершенствовании и адаптации к отечественным экономическим условиям [2, 3, 6, 13].

2. Основным источником проведения санации выступает привлечение инвестиций. Сложной проблемой при организации инвестирования в объект санации является достоверная оценка возможности, целесообразности, форм осуществления и объемов инвестиций. Для этого исследована категория «инвестиционная привлекательность» применительно к объектам санации. Установлено, что оценка инвестиционной привлекательности санлируемого предприятия не может проводиться общепринятыми методами, поэтому возникла необходимость ее усовершенствования и адаптации к условиям санации. В связи с этим предложен и обоснован набор качественных и количественных показателей, определяющих инвестиционную привлекательность объекта санации и составляющих основу инвестиционного предложения предприятия [1, 4, 8].

3. Имеющиеся методы оценки целесообразности санации или ликвидации незначны и основаны на статичном расчете коэффициентов платежеспособности, что затрудняет принятие решений антикризисными управляющими и судебными органами. Существуют субъекты хозяйствования, реабилитация которых принесет больший эффект, чем ликвидация, несмотря на неудовлетворительное финансовое состояние в определенный момент. Для усовершенствования методов оценки целесообразности санации разработана новая методика. Она основана на расчете интегрального динамического показателя — скорости развития кризиса, который представляет собой новый количественный критерий оценки инвестиционной привлекательности и интегрирует значения показателей платежеспособности предприятия за длительный период времени. В ходе реализации данной методики на предприятиях, проходящих судебную процедуру экономической несостоятельности (банкротства), установлена и подтверждена взаимосвязь скорости кризиса и результативности санации. Это послужило основанием при-

менения данного показателя в качестве критерия при расчете рейтинговой оценки инвестиционной привлекательности объекта санации [1, 11 12].

4. Оценка эффективности инвестиций в условиях санации осложнена в силу ограниченности финансовых ресурсов, повышенного риска вложений в кризисные предприятия и других объективных факторов. Разработанная методика инвестиционных расчетов учитывает специфику санационного процесса. Она предполагает совмещение интересов как инвесторов, так и собственников saniруемого предприятия. Расчеты предлагается проводить путем определения инвестиционной емкости saniруемого предприятия, являющейся по сути максимальной величиной вложений, способных обеспечить инвестору требуемый эффект при заданном плане санации. Соотнесение инвестиционной емкости с суммой затрат на санационные мероприятия позволит получить эффективную сумму инвестиций или доказать невозможность проведения санации с привлечением инвестиций. Таким образом, достаточность инвестиционной емкости для санационных затрат является дополнительным высокоинформативным критерием целесообразности вложений в объект санации. Методика внедрена на предприятиях Республики Беларусь, находящихся в стадии санации [1, 5, 9, 10].

5. Целевая направленность инвестиций в санацию подразумевает реализацию всего комплекса оздоровительных процедур, которые не всегда могут быть профинансированы одним инвестором. Поэтому во многих случаях при реализации проекта санации привлекаемые инвестиции могут быть рассмотрены как новая категория — фрагментарные санационные инвестиции, подразумевающие получение синергетического эффекта при освоении общей суммы вложений, что предлагается использовать при обосновании инвестиционных вложений в ходе разработки проекта санации [1, 7].

СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Монография

1. Санация предприятия в условиях кризиса: Моногр. / В.С. Кивачук, Т.В. Волчик, Н.В. Глушук, Т.М. Драган и др.; Под общ. ред. В.С. Кивачука. — Брест: БГТУ. — 2004. — 620 с.

Статьи в научных рецензируемых журналах

2. Кивачук В.С., Драган Т.М., Глушук Н.В. Типология кризисов и оценка возможности проведения санации на предприятиях в делах о банкротстве // Вестн. БГТУ. — 2001. — № 3. — С. 18—22.

3. Драган Т.М. Анализ кризисов в экономике XX века и методов их разрешения // Вестн. БГТУ. — 2002. — № 3. — С. 45—48.

4. Драган Т.М. Особенности проведения санации организаций в условиях ограниченности инвестиций // Вестн. БГТУ. — 2003. — № 3. — С. 21—25.

5. Драган Т.М. Социальная эффективность инвестиционных вложений в предприятие на стадии санации // Вестн. БГТУ. — 2004. — № 3. — С. 174—176.
6. Драган Т.М. Инициативное и досудебное оздоровление в теории и практике антикризисного управления // Вестн. БГТУ. — 2004. — № 3. — С. 141—143.
7. Кивачук В.С., Драган Т.М. Фрагментарные инвестиции при бизнес-планировании социально значимого инвестиционного проекта в условиях санации // Бух. учет и анализ. — 2004. — № 8. — С. 7—15.

Статьи в научных сборниках

8. Драган Т.М. Оздоровление белорусских предприятий: как заинтересовать инвесторов? // Сб. тр. молодых ученых НАН Беларуси: В 5 т. — Минск: ИП Логвинов, 2004. — Т. 5. — С. 158—161.
9. Драган Т.М. Некоторые аспекты государственного участия в санации социально значимых предприятий // Наука и образование в условиях социально-экономической трансформации общества: Сб. тр. VII Междунар. науч.-практ. конф. Брест, 13—14 мая 2004 г. / ЧУО «Ин-т соврем. знаний им. Широкова»: В 2 ч. — Брест: Изд-во С. Лаврова, 2004. — Ч. 2. — С. 54—57.

Материалы конференций

10. Драган Т.М. Критерии оценки эффективности инвестиций в предприятие — объект санации // Государственное управление в Республике Беларусь и за рубежом: Материалы Респ. науч.-практ. конф. молодых ученых. Минск, 10 апр. 2003 г. / Акад. упр. при Президенте Республики Беларусь. — Минск, 2003. — С. 211—213.
11. Драган Т.М. Исследование влияния скорости развития кризисного состояния организации на целесообразность санационных процедур // Региональные проблемы несостоятельности предприятий в условиях модернизации экономики Республики Беларусь: Материалы Междунар. науч.-практ. конф. Брест, 8—9 сент. 2003 г. / БрГУ им. А.С. Пушкина. — Брест, 2003. — С. 176—181.
12. Драган Т.М. Особенности динамического анализа платежеспособности субъектов хозяйствования в условиях кризиса // Проблемы развития теории бухгалтерского учета, анализа и контроля: Материалы Междунар. науч. конф. Брест, 10—11 сент. 2004 г. / БГТУ. — Брест; Житомир, 2004. — С. 236—240.
13. Драган Т.М. Возможность применения в Республике Беларусь немецкого опыта проведения санации предприятий // Актуальные проблемы германской истории, политики, экономики, культуры: Материалы Междунар. науч. конф. Брест, 17—19 апр. 2003 г. / БГТУ. — Брест, 2003. — С. 217—220.



РЭЗІЮМЭ

ДРАГАН ТАЦЦЯНА МІХАЙЛАЎНА

**Эканамічнае абгрунтаванне санацыі прадпрыемства
ва ўмовах абмежаваных інвестыцый**

Ключавыя словы: санацыя, інвестыцыйная прывабнасць, крызіс, інвестыцыі, эфектыўнасць.

Аб'ект даследавання — прадпрыемствы Рэспублікі Беларусь, знаходжаныя ў стадыі крызісу і адчуваючыя недахоп інвестыцыйных рэсурсаў.

Прадмет даследавання — метады ацэнкі інвестыцыйнай прывабнасці крызісных прадпрыемстваў і правядзення іх санацыі з прыцягненнем інвестыцый.

Мэта даследавання — выпрацоўка навукова-метадычных высноў эканамічнага абгрунтавання санацыі прадпрыемства ва ўмовах абмежаванасці фінансавых рэсурсаў.

Метады даследавання: фінансавага аналізу, інвестыцыйнага планавання, эканоміка-матэматычныя, элементы сістэмнага аналізу і тэорыі ацэнкі рызыкі і інш.

Вынікі і іх навізна. Праведзеныя даследаванні змяшчалі выяўленне і ацэнку ўплыву крызіснага стану суб'екту на яго фінансава-гаспадарчую дзейнасць, абгрунтавання мэтазгоднасці санацыі ва ўмовах абмежаванасці інвестыцый і метадаў яе рэалізацыі. Распрацаваны метадыкі ацэнкі інвестыцыйнай прывабнасці аб'ектаў санацыі, прапанаваны крытэрыі ацэнкі мэтазгоднасці і магчымасці санацыі прадпрыемстваў на выснове рэйтынгавай ацэнкі інвестыцыйнай прывабнасці; метадыка абгрунтавання санацыі, у аснове якой ляжыць ацэнка ўпершыню ўведзенага інтэгральнага паказчыка хуткасці развіцця крызысу. Вызначана ўзаемасувязь рэзультатыўнасці санацыі і хуткасці развіцця крызысу на прадпрыемстве. Прапанавана метадыка вызначэння інвестыцыйнай ёмкасці, якая лімітуе мэтазгодныя загрыты прадпрыемства на санацыю.

Галіна выкарыстання. Вынікі даследавання прапанавана выкарыстоўваць прадпрыемствамі, якія знаходзяцца ў крызісным стане, Дэпартаментарам па санацыі і банкрутству Міністэрства эканомікі Рэспублікі Беларусь.

РЕЗЮМЕ

ДРАГАН ТАТЬЯНА МИХАЙЛОВНА

**Экономическое обоснование санации предприятия
в условиях ограниченных инвестиций**

Ключевые слова: санация, инвестиционная привлекательность, кризис, инвестиции, эффективность.

Объект исследования — предприятия Республики Беларусь, находящиеся в стадии кризиса и испытывающие недостаток инвестиционных ресурсов.

Предмет исследования — методы оценки инвестиционной привлекательности кризисных предприятий и проведения их санации с привлечением инвестиций.

Цель исследования — разработка научно-методических положений по экономическому обоснованию санации предприятия в условиях ограниченных финансовых ресурсов.

Методы исследования: финансового анализа, инвестиционного планирования, экономико-математические, элементы системного анализа и теории оценки рисков и др.

Результаты и их новизна. Проводимые исследования заключались в выявлении и оценке влияния кризисного состояния субъекта на его финансово-хозяйственную деятельность, обосновании целесообразности санации в условиях ограниченности инвестиций и методов ее реализации. Разработаны методики оценки инвестиционной привлекательности объектов санации, предложены критерии оценки целесообразности и возможности санации предприятий на основе рейтинговой оценки инвестиционной привлекательности; методика обоснования санации, в основу которой положена оценка впервые введенного интегрального показателя скорости развития кризиса. Установлена взаимосвязь результативности санации и скорости развития кризиса на предприятии. Предложена методика определения инвестиционной емкости, лимитирующей целесообразные затраты предприятия на санацию.

Область применения. Результаты исследования рекомендуется использовать предприятиями, находящимися в стадии кризиса, Департаментом по санации и банкротству Министерства экономики Республики Беларусь.

SUMMARY

DRAGAN TATJANA MICHAJLOVNA

Economic explanation of rehabilitation of the enterprise under the conditions of limited investment resources

Keywords: rehabilitation, investment attractiveness, crisis, investments, efficiency

The **object** of the research are enterprises of the Republic of Belarus, which are in a state of crises and are lacking in investment resources.

Evaluation methods of investment attraction of enterprises being in a state of crises and carrying out their rehabilitation with investments attraction are considered to be the **subject** of the research.

The **purpose** of the research is to develop scientific methodical regulations to prove the sanitations of enterprises being economically effective under the conditions of limited financial resources.

The **methods** of financial analysis, investment planning, economic-mathematical elements of systems analysis and the theory of a risks evaluation and etc. have been used during researching.

The results of the research and their novelty. The purpose of the researches being conducted is to reveal and evaluate the influence of crisis state of the subject on its financial-economic activity and the possibility of sanitation in conditions of limited of the investments and methods of its realization. The evaluation methods of investment attractiveness of sanitation object have been worked out; the criteria of expediency evaluation and possibility of the enterprises sanitation on the basis of rating evaluation of investment attractiveness have been proposed. Methods of the rehabilitation foundation based on evaluation of integral index of crises development speed firstly introduced have been developed. The correlation between the results of rehabilitations and crisis development speed at enterprises is revealed. The methods of determination of the investment sum limiting reasonable expenses of the enterprise on sanitation have been offered.

The Field of Application. The results of the research are recommended to use in enterprises being in a state of a crisis, department of the rehabilitation and bankruptcy of the ministry of economics of the Republic of Belarus.

Редактор *Т.В. Буря*
Корректор *Н.В. Терех*
Технический редактор *О.В. Амбарцумова*
Компьютерный дизайн *Т.В. Бесчетнова*

Подписано в печать 02.11.2005. Формат 60×84/16. Бумага офсетная. Гарнитура Times New Roman. Офсетная печать. Усл. печ. л. 1,4. Уч.-изд. л. 1,1. Тираж 60 экз. Заказ 408

УО «Белорусский государственный экономический университет».
Лицензия издательская № 02330/0056968 от 30.04.2004.
220070, Минск, просп. Партизанский, 26.

Отпечатано в УО «Белорусский государственный экономический университет».
Лицензия полиграфическая № 02330/0148750 от 30.04.2004.
220070, Минск, просп. Партизанский, 26.