

Тема

## МЕХАНИЗМЫ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛИЗАЦИИ ПРЕДПРИЯТИЯ ПРИ УГРОЗЕ БАНКРОТСТВА

### ВНУТРЕННИЕ МЕХАНИЗМЫ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛИЗАЦИИ

Основная роль в системе антикризисного управления пред предприятием отводится широкому использованию внутренних механизмов финансовой стабилизации. Это связано с тем, что успешное применение этих механизмов позволяет не только снять финансовый стресс угрозы банкротства, но и в значительной мере избавит предприятие от зависимости использования заемного капитала, ускорить темпы его экономического развития.

Финансовая стабилизация предприятия в условиях кризисно ситуации последовательно осуществляется по таким основным этапам (рис. 19.1):

1. Устранение неплатежеспособности. В какой бы степени оценивался по результатам диагностики банкротства масштаб кризисного состояния предприятия, наиболее неотложной задачей в системе мер финансовой его стабилизации является восстановление способности к осуществлению платежей по своим неотложным финансовым обязательствам с тем, чтобы предупредить возникновение процедуры банкротства.

2. Восстановление финансовой устойчивости (финансового равновесия). Хотя неплатежеспособность предприятия может быть устранена в течение короткого периода за счет осуществления ряд аварийных финансовых операций, причины, генерирующие неплатежеспособность, могут оставаться неизменными, если не будет восстановлена до безопасного уровня финансовая устойчивость предприятия. Это позволит устранить угрозу банкротства не только в коротком, но и в относительно более продолжительном промежутке времени.

3. Обеспечение финансового равновесия в длительном периоде. Полная финансовая стабилизация достигается только тогда, когда предприятие обеспечило длительное финансовое равновесие в процессе своего предстоящего экономического развития, т.е. создает предпосылки стабильного снижения средневзвешенной стоимости используемого капитала и постоянного роста своей рыночной стоимости. Эта задача требует ускорения темпов экономического развития на основе внесения определенных корректив в отдельные параметры финансовой стратегии предприятия. Скорректированная с учетом благоприятных факторов финансовая стратегия предприятия должна обеспечивать высокие

темпы устойчивого роста его операционной деятельности при одновременной нейтрализации угрозы его банкротства в предстоящем периоде.

Каждому этапу финансовой стабилизации предприятия соответствуют определенные ее внутренние механизмы, которые в практике финансового менеджмента принято подразделять на оперативный, фактический и стратегический (табл. 19.1).

Используемые вышеперечисленные внутренние механизмы финансовой стабилизации носят „защитный" или „наступательный" характер.

Таблица 19,1,

Внутренние механизмы финансовой стабилизации предприятия, соответствующие основным этапам; ее осуществления

| Этапы финансовой стабилизации                              | Внутренние механизмы финансовой стабилизации                          |  |  |
|--|---|--|--|
|  | Оперативный   | Тактический  | Стратегический   |
| 1. Устранение неплатежеспособности                         | Система мер, основанная на использовании принципа «отсечения лишнего» |  |  |
| 2. Восстановление финансовой устойчивости                  |   | Система мер, основанная на использовании принципа «сжатия предприятия» |  |
| 3. Обеспечение финансового равновесия с длительном периоде |   |  | Система мер, основанная на использовании «модели устойчивого экономического роста» |

Оперативный механизм финансовой стабилизации, основанный на принципе „отсечения лишнего", представляет собой защитную реакцию

предприятия на неблагоприятное финансовое развитие и лишен каких-либо наступательных управленческих решений.

Тактический механизм финансовой стабилизации, используя отдельные защитные мероприятия, в преимущественном виде представляет собой наступательную тактику, направленную на перелом неблагоприятных тенденций финансового развития и выход на рубеж финансового равновесия предприятия.

Стратегический механизм финансовой стабилизации представляет собой исключительно наступательную стратегию финансового развития, обеспечивающую оптимизацию необходимых финансовых параметров, подчиненную целям ускорения всего экономического роста предприятия.

Рассмотрим более подробно содержание каждого из внутренних механизмов, используемых на отдельных этапах финансовой стабилизации предприятия.

1. Оперативный механизм финансовой стабилизации представляет собой систему мер, направленную, с одной стороны, на уменьшение размера текущих внешних и внутренних финансовых обязательств предприятия в краткосрочном периоде, а с другой стороны — на увеличение суммы денежных активов, обеспечивающих срочное погашение этих обязательств. Принцип „отсечения лишнего“, лежащий в основе этого механизма, определяет необходимость сокращения размеров как текущих потребностей (вызывающих соответствующие финансовые обязательства), так и отдельных видов ликвидных активов (с целью их срочной конверсии в денежную форму).

Выбор соответствующего направления оперативного механизма финансовой стабилизации диктуется характером реальной неплатежеспособности предприятия, индикатором которой служит коэффициент чистой текущей платежеспособности. В отличие от ранее Усмотренного традиционного коэффициента текущей платежеспособности предприятия, он требует дополнительной корректировки (определяемой кризисным финансовым состоянием предприятия) как устава оборотных активов, так и состава краткосрочных финансовых обязательств.

Из состава оборотных активов исключается следующая неликвидная (в краткосрочном периоде) их часть:

- безнадежная дебиторская задолженность;
- неликвидные запасы товарно-материальных ценностей;
- расходы будущих периодов.

Из состава краткосрочных финансовых обязательств исключается следующая внутренняя их часть, которая может быть перенесена на период завершения финансовой стабилизации:

- расчеты по начисленным дивидендам и процентам, подлежащим выплате;
- расчеты с дочерними предприятиями (филиалами).

На основе внесения этих корректив коэффициент чистой текущей платежеспособности определяется по следующей формуле:

$$KЧТП = \frac{OA - OA_n}{KFO - KFO_{60}}$$

OA - OAH - KFO - KFOBO '

•де KЧТП — коэффициент чистой текущей платежеспособности \ предприятия в условиях его кризисного развития;

503

OA — сумма всех оборотных активов предприятия; >|, O An— сумма неликвидных (в краткосрочном периоде) оборот-; ных активов предприятия; 4 KFO —сумма всех краткосрочных (текущих) финансовых обя|? зательств предприятия; ,| KFOBO — сумма внутренних

краткосрочных (текущих) финансовых обязательств предприятия, погашение которых может быть отложено до завершения его финансовой стабилизации! С учетом значения коэффициента чистой текущей платежеспр« способности предприятия направления оперативного механизма его финансовой стабилизации могут быть представлены следующей схемой (рис. 19.2).

::; 4

#### ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ОПЕРАТИВНОГО МЕХАНИЗМА ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛИЗАЦИИ ПРЕДПРИЯТИЯ

ПРИ KЧТП > 1,0

ОБЕСПЕЧЕНИЕ УСКОРЕННОЙ  
ЛИКВИДНОСТИ ОБОРОТНЫХ  
АКТИВОВ

-) ПРИ KЧТП < 1,0

„\_\_\_\_\_ Т. .

ОБЕСПЕЧЕНИЕ УСКОРЕННОГО ЧАСТИЧНОГО ДЕЗИНВЕСТИРОВАНИЯ  
ВНЕОБОРОТНЫХ АКТИВОВ

## ОБЕСПЕЧЕНИЕ УСКОРЕННОГО СОКРАЩЕНИЯ РАЗМЕРА КРАТКОСРОЧНЫХ ФИНАНСОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

Рисунок 19.2. Основные направления оперативного механизма финансовой стабилизации предприятия, определяемые значением коэффициента чистой текущей платежеспособности.

Как видно из приведенной схемы, основным содержанием оперативного механизма финансовой стабилизации является обеспечение сбалансирования денежных активов и краткосрочных финансовых обязательств предприятия, достигаемое различными методами в зависимости от диктуемых условий реального финансового состояния предприятия.

Ускоренная ликвидность оборотных активов, обеспечивающая рост положительного денежного потока в краткосрочном периоде, достигается за счет следующих основных мероприятий:

504

- ликвидации портфеля краткосрочных финансовых вложений;
- ускорения инкассации дебиторской задолженности;
- снижения периода предоставления товарного (коммерческого) кредита;
- увеличения размера ценовой скидки при осуществлении наличного расчета за реализуемую продукцию;
- снижения размера страховых запасов товарно-материальных ценностей;
- уценки трудноликвидных видов запасов товарно-материальных ценностей до уровня цены спроса с обеспечением последующей их реализации и других.

Ускоренное частичное дезинвестирование внеоборотных активов, обеспечивающее рост положительного денежного потока в краткосрочном периоде, достигается за счет следующих основных мероприятий:

а • реализации высоколиквидной части долгосрочных финансовых инструментов инвестиционного портфеля; б • проведение операций возвратного лизинга, в процессе которых ранее приобретенные в собственность основные средства продаются лизингодателю с одновременным оформлением договора их финансового лизинга;

в • ускоренной продажи неиспользуемого оборудования по ценам спроса на соответствующем рынке;

г • аренды оборудования, ранее намечаемого к приобретению в процессе обновления основных средств, и других.

1 • Ускоренное сокращение размера краткосрочных финансовых обязательств, обеспечивающее снижение объема отрицательного Денежного потока в краткосрочном периоде, достигается за счет следующих основных мероприятий: .

- пролонгации краткосрочных финансовых кредитов; ^ •
- реструктуризации портфеля краткосрочных финансовых кредитов с переводом отдельных из них в долгосрочные;

- увеличения периода предоставляемого поставщиками товарного (коммерческого) кредита;

1| • отсрочки расчетов по отдельным формам внутренней кредитной задолженности предприятия и других.

| Цель этого этапа финансовой стабилизации считается ^стигнутой, если устранена текущая неплатежеспособность ^предприятия, т.е. объем поступления денежных средств превысил объем неотложных финансовых обязательств в краткосрочном периоде. Это означает, что угроза банкротства предприятия в текущем отрезке времени ликвидирована, хотя и носит, как правило, отложенный характер.

505

2. Тактический (механизм финансовой стабилизации представляет собой систему мер, направленных на достижение точки финансового равновесия предприятия в предстоящем периоде. Принципиальная] модель финансового равновесия предприятия имеет следующий вид!

$ЧЛОМО + ДАК + ДСФРП = ДИСК + ДФ + ПУП + СП + ДРФ,$  «|

где ЧПО — чистая операционная прибыль предприятия; ?

АО — сумма амортизационных отчислений; ДО

ЛАК — сумма прироста акционерного (паевого) капитала при дополнительной эмиссии акции (увеличении размеров паевых взносов в уставный фонд); -|1

ДСФРП — прирост собственных финансовых ресурсов за счет; прочих источников; ^

ДИСК — прирост объема инвестиций, финансируемых за счет > : собственных источников; 1

ДФ — сумма дивидендного фонда (фонда выплат процентов, собственникам предприятия на вложенный капитал); ПУП — объем программы участия наемных работников в прибыли (выплат за счет прибыли);

СП—объем социальных, экологических и других внешних программ предприятия, финансируемых за счет прибыли; ДРФ — прирост суммы резервного (страхового) фонда предприятия. ;

Как видно из приведенной формулы, правую ее часть составляют все источники формирования собственных финансовых ресурсов предприятия, а левую — соответственно все направления использования этих ресурсов. Поэтому в упрощенном виде модель финансового равновесия предприятия, к достижению которой предприятие стремится в кризисной ситуации, может быть представлена в следующем виде: '

$$\text{ОГСфр} = \text{ОПСфр},$$

где ОГСфр— возможный объем генерирования собственных финансовых ресурсов предприятия; , ОПСфр — необходимый объем потребления собственных финансовых ресурсов предприятия. ,-, '•

С учетом возможных объемов генерирования и расходования собственных финансовых ресурсов варианты моделей финансового равновесия предприятия могут быть выражены графически (рис. 19.3).

Приведенные на рисунке принципиальные модели финансового равновесия были впервые предложены для практического использования французскими исследователями Ж. франшоном и И. Романэ.

Из приведенной схемы видно, что линия финансового равновесия предприятия проходит через поля А1; А5 и А9. Эти Поля называ-

506

НЕОБХОДИМЫЙ УРОВЕНЬ ПОТРЕБЛЕНИЯ СОБСТВЕННЫХ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ В ПРОЦЕССЕ РАЗВИТИЯ

ВОЗМОЖНЫЙ УРОВЕНЬ ГЕНЕРИРОВАНИЯ СОБСТВЕННЫХ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ

Низкий

Средний      Высокий

Низкий

А1

Зона повышения финансовой устойчивости

Средний

Высокий

Зона снижения финансовой устойчивости

Ч

## Линия финансового . равновесия

Рисунок 19.3. Варианты моделей финансового равновесия предприятия в долгосрочном периоде.

ются „полями финансового равновесия“, так как в них необходимый Ыбъем потребления собственных финансовых средств (инвестируе-|мых в прирост оборотных и внеоборотных активов и расходуемых в процессе непроизводительного использования прибыли) практически соответствует объему генерируемых собственных финансовых ре-Курсов. Иными словами, в этих полях экономическое развитие предприятия обеспечивается на принципах самофинансирования. Для предприятий, не сталкивающихся с угрозой банкротства, такая финансовая модель развития представляется наиболее оптимальной.

В условиях кризисного развития восстановление финансовой устойчивости возможно лишь при нахождении предприятия в полях А2; А3 и А6 (при этом наиболее высокие темпы такого восстановления будут в поле А3). Во всех этих полях объем генерирования собственных финансовых ресурсов превышает объем дополнительного их потребления, что позволяет предприятию снизить удельный вес используемого заемного капитала. Эта модель антикризисного финансового управления базируется на неравенстве  $ОГСфр > ОПСфр$ .

507

Что касается полей А4; А7 и А8, то продолжительное нахождение в них будет способствовать дальнейшему углублению кризисного состояния предприятия (особенно в поле А7), так как в этом случае его экономическое развитие будет сопровождаться дальнейшим возрастанием удельного веса заемного капитала, а соответственно и снижением финансовой устойчивости. '.<

Какие бы меры не принимались в процессе использования тактического механизма финансовой стабилизации предприятия, все они должны быть направлены на обеспечение неравенства:  $ОГефр > ОПСфр$ ,[ Однако в реальной практике возможности существенного увеличения объема генерирования собственных финансовых ресурсов (левой части неравенства) в условиях кризисного развития ограничены. Поэтому основным направлением обеспечения достижения точки финансового равновесия предприятием в кризисных условиях является сокращение объема потребления собственных финансовых ресурсов (правой части неравенства). Такое сокращение связано с уменьшением объема



как операционной, так и инвестиционной деятельности предприятия и поэтому характеризуется термином „сжатие предприятия“.

„Сжатие предприятия“ в процессе обеспечения вышеприведенного неравенства должно сопровождаться мерами по обеспечению прироста собственных финансовых ресурсов. Чем в большей степени предприятие сможет обеспечить положительный разрыв соответствующих денежных потоков этого неравенства, тем быстрее оно достигнет точки финансового равновесия в процессе выхода из кризисного состояния.

Увеличение объема генерирования собственных финансовых ресурсов, обеспечивающее рост левой части неравенства, достигается за счет следующих основных мероприятий:

- оптимизации ценовой политики предприятия, обеспечивающей дополнительный размер операционного дохода;
- сокращения суммы постоянных издержек (включая сокращение управленческого персонала, расходов на текущий ремонт и т.п.);
- снижения уровня переменных издержек (включая сокращение производственного персонала основных и вспомогательных подразделений; повышение производительности труда и т.п.);
- осуществления эффективной налоговой политики, обеспечивающей минимизацию налоговых платежей по отношению к сумме дохода и прибыли предприятия (направленной на возрастание суммы чистой прибыли предприятия);
- проведения ускоренной амортизации активной части основных средств с целью возрастания объема амортизационного потока;
- своевременной реализации выбываемого в связи с высоким износом или неиспользуемого имущества; , ,, |' > ""••'• »

508

- осуществления эффективной эмиссионной политики за счет дополнительной эмиссии акций (или привлечения дополнительного паевого капитала) и других.

Сокращение необходимого объема потребления собственных финансовых ресурсов, обеспечивающее снижение левой части неравенства, достигается за счет следующих основных мероприятий:

- снижения инвестиционной активности предприятия во всех основных ее формах;

- обеспечения обновления операционных внеоборотных активов преимущественно за счет их аренды (лизинга);
- осуществления дивидендной политики, адекватной кризисному финансовому развитию предприятия, с целью увеличения чистой прибыли, направляемой на производственное развитие;
- сокращения объема программы участия наемных работников в прибыли (в период кризисного развития должны быть существенно снижены суммы премиальных выплат за счет этого источника);
- отказа от внешних социальных и других программ предприятия, финансируемых за счет его прибыли;
- снижения размеров отчислений в резервный и другие страховые фонды, осуществляемых за счет прибыли, и другие.

Цель этого этапа финансовой стабилизации считается достигнутой, если предприятие вышло на рубеж финансового равновесия, предусматриваемый целевыми показателями финансовой структуры капитала и обеспечивающий достаточную его финансовую устойчивость.

3. Стратегический механизм финансовой стабилизации представляет собой систему мер, направленных на поддержание достигнутого финансового равновесия предприятия в длительном периоде. Этот механизм базируется на использовании модели устойчивого экономического роста предприятия, обеспечиваемого основными параметрами его финансовой стратегии.

Модель устойчивого экономического роста имеет различные математические варианты в зависимости от используемых базовых показателей финансовой стратегии предприятия. Однако, учитывая, что все эти базовые показатели количественно и функционально взаимосвязаны, результаты расчета основного искомого показателя — возможного для данного предприятия темпа прироста объема реализации продукции (т.е. объема операционной его деятельности) — остаются неизменными.

Рассмотрим наиболее простой вариант модели устойчивого экономического роста предприятия, имеющий следующий вид:

$$0 \quad ЧПхККПхАхКОа$$

$$\bullet \text{' } \bullet \quad ОРхСК$$

$$\bullet \bullet \text{и } \bullet \quad \bullet \quad \bullet \quad - \quad -$$

509

где ЛОР — возможный темп прироста объема реализации продук- ^

ции, не нарушающий финансовое равновесие предприятия, выраженный десятичной дробью; !  
 ЧП—сумма чистой прибыли предприятия; д  
 ККП—коэффициент капитализации чистой прибыли, выраженный десятичной дробью; А— стоимость активов предприятия; КОа— коэффициент оборачиваемости активов в разах; ОР — объем реализации продукции; СК — сумма собственного капитала предприятия. Для экономической интерпретации этой модели разложим ее на отдельные составляющие. В этом случае модель устойчивого экономического роста предприятия получит следующий вид:

$$\Delta V \approx \left( \frac{1}{1 + \frac{1}{\text{КОа}}} \right) \cdot \text{ЛП} \cdot \left( \frac{1}{1 + \frac{1}{\text{ККП}}} \right)$$

Прирост объема

Коэффициент рентабельности ре-

Коэффициент капита-

реализации продукции

лизации продукции

ции чистой прибыли

Из приведенной модели, разложенной на отдельные составляющие ее элементы, можно увидеть, что возможный темп прироста объема реализации продукции, не нарушающий финансовое равновесие предприятия, составляет произведение следующих четырех коэффициентов, достигнутых при равновесном его состоянии на предшествующем этапе антикризисного управления: 1) коэффициента рентабельности реализации продукции; 2) коэффициента капитализации чистой прибыли; 3) коэффициента левериджа активов (он характеризует „финансовый рычаг“, с которым собственный капитал предприятия формирует активы, используемые в его хозяйственной деятельности); 4) коэффициента оборачиваемости активов.

Если базовые параметры финансовой стратегии предприятия остаются неизменными в предстоящем периоде, расчетный показатель будет составлять оптимальное значение возможного прироста объема реализации продукции. Любое отклонение от этого оптимального значения будет или требовать дополнительного привлечения финансовых ресурсов (нарушая финансовое равновесие), или генерировать дополнительный объем этих ресурсов, не обеспечивая эффективного их использования в операционном процессе.

Если же по условиям конъюнктуры товарного рынка предприятие не может выйти на запланированный темп прироста объема реализации продукции или наоборот может существенно его превысить, для обеспечения новой ступени финансового равновесия предприя-

510

тия в параметры его финансовой стратегии должны быть внесены соответствующие коррективы (т.е. изменены значения отдельных базовых финансовых показателей).

Таким образом, модель устойчивого экономического роста является регулятором оптимальных темпов развития объема операционной деятельности (прироста объема реализации продукции) или в обратном ее варианте — регулятором основных параметров финансового развития предприятия (отражаемых системой рассмотренных коэффициентов). Она позволяет закрепить достигнутое на предыдущем этапе антикризисного управления предприятием финансовое равновесие в долгосрочной перспективе его экономического развития, !

Вариабельность управленческих решений, обеспечивающих финансовое равновесие предприятия на основе использования модели устойчивого экономического роста, рассмотрим на примере, приведенном в табл. 19.2 ^' .. .

Таблица 19.2.

Возможные варианты управленческих решений, обеспечивающих различный темп прироста объема реализации продукции на основе модели устойчивого экономического роста

Варианты изменения

финансовой стратегии

ч-1\*

в

у!

ш

1?!!

Показатели

о ё \*•

\* ч\*

"\*!^

в\*\*?

т «Е'О.

1

58»

|| §

в1!

\*ь«§

ё'в|вя

!ш

^ К  
ЯВ \*Л Х  
5"»  
0)ЯИО

.  
\*\*  
2 ?,§  
"3\*  
11|«

й а  
«\*••  
в -е-

: ' • 1 '•••  
2  
3  
4  
5  
6

## 1. ИСХОДНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РАСЧЕТА

1 . Сумма чистой прибыли

60  
60  
60  
60  
60

## 2. Сумма дивидендных

выплат

20

20

20

20

## 3. Объем участия наемных

работников в прибыли

10

10

шаш

10

10

## 4. Сумма капитализируе-

мой Прибыли

30

35

25

10

10

511

Окончание таблицы 19.2

. | •

2

3

4

5

6

5. Объем реализации продукции 6. Стоимость активов, в том числе  
внеоборотных 7. Сумма собственного капитала 8. Сумма заемного капитала

1000 500

300 250 250

1000 500

300 250 250

1000 500

300 250 250

1000 500

300

1000



## II. РАСЧЕТНЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ МОДЕЛИ

1. Коэффициент рентабельности реализации продукции 2. Коэффициент капитализации чистой прибыли 3. Коэффициент левиред-жа активов 4. Коэффициент оборачиваемости активов

0,06

0,50 2,00 2,00

0,06

0,06

0,06 0,50

0,06

0,50 2,00

2,00 2,00

•; " ;- •

2,00 2,00

2,00

### III. РЕЗУЛЬТАТЫ РАСЧЕТА ОПТИМАЛЬНЫХ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ОБЪЕМА РЕАЛИЗАЦИИ ПРОДУКЦИИ В ПРЕДСТОЯЩЕМ ПЕРИОДЕ

1 . Темп прироста, выраженный десятичной дробью 2. Темп прироста в % 3. Коэффициент эластичности темпа прироста продукции от коэффициента рентабельности реализации

|     |       |      |
|-----|-------|------|
|     | 0,120 | 12,0 |
| 2,0 |       |      |
|     | 0,139 | 13,9 |
| 2,3 |       |      |
|     | 0,101 | 10,1 |
| 1,7 |       |      |
|     | 0,102 | 10,2 |
| 1,7 |       |      |
|     | 0,107 | 10,7 |
| 1,8 |       |      |

512

Результаты проведенных расчетов показывают, что изменяя параметры финансовой стратегии предприятия, можно соответствующим образом изменять оптимальный темп прироста объема реализации продукции, сохраняя при этом достигнутое (базовое) финансовое равновесие.

Таким образом, по стратегическому механизму финансовой стабилизации предприятия можно сделать следующие основные выводы:

1. Максимальный период безкризисного развития при достигнутом равновесном финансовом состоянии предприятия определяется периодом соответствия темпов прироста объема реализации продукции их значениям, рассчитанным по модели устойчивого экономического роста. Любое отклонение от расчетных значений этого показателя приводит к потере предприятием состояния финансового равновесия.

2. Устойчивый экономический рост предприятия обеспечивается следующими основными параметрами его финансового развития:

- коэффициентом рентабельности реализации продукции;
- политикой распределения прибыли (отражаемой коэффициентом капитализации чистой прибыли);

- политикой формирования структуры капитала (отражаемой коэффициентом финансового левериджа) или соответственно политикой финансирования активов (отражаемой коэффициентом левериджа активов);
- политикой формирования состава активов (отражаемой коэффициентом оборачиваемости активов),

Изменяя любые перечисленные параметры финансовой стратегии предприятия можно добиться приемлемых темпов его экономического развития в условиях финансового равновесия.

3. Все параметры модели устойчивого экономического роста изменчивы во времени и в целях обеспечения финансового равновесия предприятия должны периодически корректироваться с учетом внутренних условий его развития, изменения конъюнктуры финансового и товарного рынков и других факторов внешней среды.

Исходя из этих выводов в параметры финансовой стратегии предприятия в процессе антикризисного управления и в ходе дальнейшего его развития вносятся необходимые коррективы, задаваемые возможными темпами прироста объема реализации продукции.

Цель этого этапа финансовой стабилизации считается достигнутой, если в результате ускорения темпов устойчивого экономического роста предприятия обеспечивается соответствующий рост его рыночной стоимости в долгосрочной перспективе.

Рассмотренные методы антикризисного управления свидетельствуют о широком диапазоне возможностей финансовой стабилизации предприятия за счет использования ее внутренних механизмов.

- 513

н:

#### ФОРМЫ САНАЦИИ ПРЕДПРИЯТИЯ ИХ ЭФФЕКТИВНОСТЬ

В системе стабилизационных мер, направленных на вывод предприятия из кризисного финансового состояния, важная роль отводится его санации. :

Санация представляет собой систему мероприятий по финансовому оздоровлению предприятия, реализуемых с помощью сторонних юридических или физических лиц и направленных на предотвращение объявления предприятия-должника банкротом и его ликвидации.

6 условиях рыночной экономики санация предприятий имеет значительный экономический потенциал, является важным инструментом регулирования

структурных изменений и входит в систему наиболее действенных механизмов финансовой стабилизации предприятий.

Санация предприятия проводится в трех основных случаях:

1) до возбуждения кредиторами дела о банкротстве, если предприятие в попытке выхода из кризисного состояния прибегает к внешней помощи по своей инициативе;

2) если само предприятие, обратившись в арбитражный суд с заявлением о своем банкротстве, одновременно предлагает условия своей санации (такие случаи санации наиболее характерны для государственных предприятий);

3) если решение о проведении санации выносит арбитражный суд по поступившим предложениям от желающих удовлетворить требования кредиторов к должнику и погасить его обязательства перед бюджетом.

В двух последних случаях санация осуществляется в процессе производства дела о банкротстве предприятия при условии согласия собрания кредиторов со сроками выполнения их требований и на перевод долга.

Наиболее широкий диапазон форм имеет санация, инициируемая самим предприятием до возбуждения кредиторами дела о его банкротстве. В этом случае она носит упреждающий характер, полностью согласуется с целями и интересами предприятия, подчинена задачам антикризисного его управления и сочетается с осуществляемыми мерами внутренней финансовой стабилизации.

Иницируемая предприятием санация представляет сложный и во многих отношениях болезненный для него процесс, требующий эффективного финансового управления на всех стадиях его осуществления. Такое управление осуществляется на предприятии по следующим основным этапам (рис. 19.4):

514

#### ЭТАПЫ УПРАВЛЕНИЯ САНАЦИЕЙ ПРЕДПРИЯТИЯ

—у01 Выбор формы санации

Определение целесообразности и возможности проведения санации

Обоснование концепции санации

Определение направления осуществления санации ,

Подбор санатора

Подготовка бизнес-плана санации

(т)| Расчет эффективности санации

Утверждение бизнес-плана санации

Мониторинг реализации мероприятий бизнес-плана санации

Рисунок 19.4 Основные этапы управления санацией, инициируемой предприятием.

1. Определение целесообразности и возможности проведения санации. На этом первоначальном этапе управления на основе результатов диагностики банкротства и мониторинга осуществления мероприятий по внутренней финансовой стабилизации предприятия принимается принципиальное решение о проведении санации.

Целесообразность проведения санации обуславливается тем, что использование внутренних механизмов финансовой стабилизации предприятия не достигло своих целей и кризисное финансовое состояние предприятия продолжает углубляться.

515

Возможность осуществления санации определяется перспективами выхода из кризисного финансового состояния и успешного развития предприятия при оказании ему существенной внешней помощи на современном этапе. Если по результатам объективной оценки такая перспектива имеется, то инициируемая предприятием санация имеет шансы на успех.

2. Обоснование концепции санации. Такая концепция отражает идеологию осуществления предполагаемой санации, определяя ее предстоящие направления и формы. В зависимости от принципиального подхода различают оборонительную и наступательную концепции осуществления санации предприятия.

Оборонительная концепция санации направлена на сокращение объемов операционной и инвестиционной деятельности предприятия, обеспечивающее сбалансированность денежных потоков на более низком объемном их уровне. Эта концепция предполагает привлечение внешней финансовой помощи для соответствующей реструктуризации предприятия, в процессе которой оно избавляется от ряда производственных структурных подразделений, незавершенных реальных инвестиций и других видов активов в целях финансовой стабилизации.

Наступательная концепция санации направлена на диверсификацию операционной и инвестиционной деятельности предприятия, обеспечивающую увеличение размера чистого денежного потока в предстоящем периоде за счет роста эффективности хозяйственной деятельности. В этом случае внешняя финансовая помощь и другие реорганизационные мероприятия, осуществляемые

в процессе санации, используются в целях расширения ассортимента конкурентоспособной продукции, выхода на другие региональные рынки, быстрого завершения начатых реальных инвестиционных проектов. Наступательная концепция санации не противоречит основным параметрам общей стратегии экономического развития предприятия.

3. Определение направления осуществления санации. В зависимости от масштабов кризисного состояния предприятия, идентифицированных в процессе диагностики банкротства, и принятой концепции санации различают два основных направления ее осуществления:

Санация предприятия, направленная на рефинансирование его долга. Такая санация осуществляется обычно для помощи предприятию в устранении его неплатежеспособности, если его кризисное состояние идентифицировано как временное и не носящее катастрофического характера. Это направление санации не меняет статуса юридического лица saniруемого предприятия.

Санация предприятия, направленная на его реструктуризацию (реорганизацию). Такая санация осуществляется при более, тлубоких

516

масштабах кризисного финансового состояния предприятия и требует осуществления ряда реорганизационных процедур, обеспечивающих более эффективные организационные формы его хозяйственной деятельности. Как правило, этот вид санации связан с изменением статуса юридического лица saniруемого предприятия.

4. Выбор формы санации, форма санации непосредственно характеризует тот механизм, с помощью которого достигаются ее основные цели. Эти формы определяются в рамках конкретного направления санации, избранного предприятием, с учетом особенностей его кризисной ситуации.

Санация предприятия, направленная на рефинансирование его долга, может носить следующие основные формы (рис. 19.5).

**ФОРМЫ САНАЦИИ ПРЕДПРИЯТИЯ, НАПРАВЛЕННЫЕ НА РЕФИНАНСИРОВАНИЕ ЕГО ДОЛГА**

Дотации и субвенции за счет средств бюджета

Государственное льготное кредитование

Государственная гарантия коммерческим банкам по кредитам, выдаваемым saniруемому предприятию

Целевой банковский кредит

Перевод долга на другое юридическое лицо

Реструктуризация краткосрочных кредитов в долгосрочные

Выпуск облигаций и других долговых ценных бумаг под гарантию санатора

Отсрочка погашения облигаций предприятия

Списание санатором-кредитором части долга

Рисунок 21.5. Основные формы санации предприятия, направленные на рефинансирование его долга.

517

- дотации и субвенции за счет средств бюджета. В такой форме saniруются в основном государственные предприятия (хотя законодательно не воспрещена государственная финансовая поддержка предприятий и альтернативных форм собственности). Эта форма санирования связана со следующими основными условиями: необходимостью обеспечения дальнейшего развития приоритетных отраслей экономики; отраслевой и межотраслевой переориентацией деятельности предприятия; осуществлением антимонопольных мероприятий; с другими целями по инициативе органов, уполномоченных управлять государственным имуществом;

- государственное льготное кредитование. Оно осуществляется, как правило, по той же группе предприятий и при таких же условиях, что и в предшествующем случае. Отличием этой формы санирования является лишь возвратный характер предоставляемых финансовых ресурсов и значительно более льготный режим кредитования в сравнении с условиями финансового рынка;

- государственная гарантия коммерческим банкам по кредитам, выдаваемым saniруемому предприятию. При отсутствии у государства возможностей осуществить прямое финансирование или кредитование saniруемого предприятия, а также в случае, если финансовый кризис носит временный характер и может быть преодолен предприятием при оказании ему финансовой помощи, используется данная форма санирования ранее рассмотренной категории предприятий;

- целевой банковский кредит. Такая форма санации осуществляется, как правило, коммерческим банком, обслуживающим предприятие, после тщательного аудита последнего. Так как предоставление такого целевого санационного кредита имеет очень высокий уровень риска, ставка процента по нему обычно достигает максимального уровня, используемого в кредитной

политике банка. Для осуществления контроля и помощи предприятию коммерческий банк при высоком размере кредита в перечне условий санации может потребовать введения в состав его руководства своего представителя или уполномоченного лица;

- перевод долга на другое юридическое лицо. Таким юридическим лицом может быть любой хозяйствующий субъект, который пожелал принять участие в санации предприятия-должника. Условия такого перевода долга оговариваются специальным договором. Однако для этой формы рефинансирования долга требуется обязательное согласие кредитора (если кредитор не дает согласия на перевод долга на другое лицо, то предприятие-должник не может использовать эту форму санации, так как это означало бы одностороннее изменение согласованных условий кредитного договора). В случае согласия кредитора на перевод долга другому лицу, новый должник имеет право выдвигать против требований кредитора все возражения, ос-

518

нованные на договорных отношениях между кредитором и первым должником;

- реструктуризация краткосрочных кредитов в долгосрочные. Эта форма санации используется обычно только по финансовым кредитам, где кредитором выступает коммерческий банк, осуществляющий обслуживание предприятия. В процессе такой формы реструктуризации долга по долгосрочному кредиту существенно повышаются ставки процента;

- выпуск облигаций и других долгосрочных ценных бумаг под гарантию санатора. Такая форма санации осуществляется, как правило, коммерческим банком, обслуживающим предприятие, если по каким-либо причинам предоставление ему прямого банковского кредита или реструктуризация его долга невозможны. В роли такого гаранта-санатора может выступать и страховая компания;

- отсрочка погашения облигаций предприятия. Одним из необходимых условий такой формы санации является относительно невысокий круг инвесторов, вложивших свои средства в облигации предприятия. Это условие определяется тем, что решение о такой форме санации должно быть принято большинством инвесторов — кредиторов данного предприятия по данному виду его долгового обязательства;



- списание санатором-кредитором части долга. Эта форма санации предприятия предпринимается кредитором в том случае, если требование о полном погашении долга нереально и приведет предприятие к финансовому краху. Обычно санация в форме списания части долга сопровождается соглашением между кредитором и предприятием об иных формах его компенсации на последующих этапах.

Санация предприятия, направленная на его реструктуризацию (реорганизацию), может носить следующие основные формы (рис. 19.6):

- слияние. Такая форма санации осуществляется путем объединения предприятия-должника с другим финансово устойчивым предприятием. В результате такого объединения предприятие-должник теряет свой самостоятельный юридический статус. Различают: горизонтальное слияние, в процессе которого объединяются предприятия одной отрасли; вертикальное слияние, которое объединяет предприятия смежных отраслей (например, производителей и потребителей сырья); конгломератное слияние, в процессе которого объединяются предприятия, не связанные между собой ни отраслевыми, ни технологическими особенностями. Для предприятия-санатора побудительным мотивом этой формы санации является обычно достигаемый эффект синергизма, а для saniруемого предприятия — возможность сохранения рабочих мест и направленности производственной деятельности;

- поглощение. Эта форма санации осуществляется путем приобретения предприятия-должника предприятием-санатором (для пос-

519

ФОРМЫ САНАЦИИ ПРЕДПРИЯТИЯ, НАПРАВЛЕННЫЕ НА ЕГО РЕСТРУКТУРИЗАЦИЮ (РЕОРГАНИЗАЦИЮ)

Слияние

Поглощение

Разделение

Преобразование в открытое акционерное общество

Передача в аренду

Приватизация

Рисунок 19,6. Основные формы санации предприятия, направленные на его реструктуризацию (реорганизацию).

леднего это является одной из форм инвестиций — приобретение целостного имущественного комплекса или основной части его активов). Для

санатора эффект поглощения также связан с синергизмом. Санируемое предприятие при поглощении обычно теряет свой самостоятельный статус, хотя как юридическое лицо может сохраниться в виде дочернего предприятия;

- разделение. Такая форма санации может быть использована для предприятий, осуществляющих многоотраслевую хозяйственную (производственную) деятельность. Эффект данной формы санации состоит в том, что за счет существенного сокращения общехозяйственного управленческого аппарата, непроизводственных и вспомогательных служб значительно сокращается сумма постоянных издержек, в связи с чем за счет эффекта операционного левериджа каждое новое выделенное подразделение быстрее может достичь точки безубыточности своей деятельности. Выделенные в процессе разделения предприятия получают статус нового юридического лица, а имущественные права и обязанности переходят к каждому из них на основе разделительного баланса;

- преобразование в открытое акционерное общество. Такая форма санации, осуществляемая по инициативе группы учредителей,

520

позволяет существенно расширить финансовые возможности предприятия, обеспечить пути его выхода из кризиса и дать новый импульс его экономическому развитию. Условием такой санации выступает необходимость обеспечения учредителями минимального размера уставного фонда, установленного законодательством;

- передача в аренду. Эта форма характерна в настоящее время для санирования государственных предприятий, при которой они передаются в аренду членам трудового коллектива. Условием осуществления такой формы санации является принятие на себя коллективом арендаторов долгов санируемого предприятия. Принципиально такая форма санации может быть использована и для предприятий негосударственных форм собственности;

- приватизация. В этой форме санируются государственные предприятия. В настоящее время эта форма санации получила большое развитие. Условия и формы приватизации государственных предприятий регулируются обширной системой законодательных актов.

5. Подбор санатора. Такой подбор осуществляется исходя из выбранных форм санации и предшествует разработке бизнес-плана санации предприятия, в которой санатор должен принимать обязательное участие. В реальной практике

разработка бизнес-плана санации часто осуществляется до выбора санатора и лишь представляется ему на рассмотрение.

При формах санации, направленных на рефинансирование долга предприятия, основными санаторами могут выступать:

- собственники предприятия (в том числе и государственные органы — по предприятиям государственной формы собственности);
- кредиторы предприятия;
- коммерческий банк, осуществляющий обслуживание предприятия.

При формах санации, направленных на реструктуризацию (реконструкцию) предприятия, основными санаторами могут быть:

- собственники предприятия;
- предприятия-кредиторы;
- сторонние хозяйствующие субъекты — юридические лица;
- трудовой коллектив saniруемого предприятия.

6. Подготовка бизнес-плана санации. Он представляет собой . основной документ, определяющий цели и процесс осуществления

санации предприятия-должника. Бизнес-план санации разрабатывается обычно представителями санатора, предприятия-должника и не-| зависимой аудиторской фирмы. В бизнес-плане санации содержатся

следующие основные разделы (рис. 19.7).

- 7. Расчет эффективности санации. Этот расчет позволяет определить целесообразность всего процесса санации, оценить различ-

521

Общие сведения по saniруемому предприятию

Ожидаемые

результаты

санации

Оценка кризисного состояния предприятия

ОСНОВНЫЕ РАЗДЕЛЫ

БИЗНЕС-ПЛАН СНАЦИИ

ПРЕДПРИЯТИЯ

Обоснование

концепции

и формы

.санации

предприятия  
Система предлагаемых мероприятий  
по финансовому оздоровлению  
предприятия

Рисунок 19.7. Состав основных разделов бизнес-плана санации предприятия. -•

ные альтернативные ее формы. Эффективность санации опёредляется путем соотнесения результатов (эффекта) и затрат на ее осуществление в предложенной форме.

Результаты санации (хотя и направлены на устранение неплатежеспособности и восстановление финансовой устойчивости предприятия) в конечном итоге могут быть оценены размером дополнительной прибыли (разницей между ее суммой после и до осуществления санации). Дополнительная прибыль в этом случае получается за счет нормализации хозяйственной деятельности предприятия при соответствующей финансовой поддержке (в сравнении с суммой, прибыли, получаемой в условиях кризисного его развития). В процессе расчета эффективности санации сумма дополнительной прибыли предприятия приводится к настоящей стоимости.

Затраты на осуществление санации определяются путем разработки специального бюджета (бюджета санации). Принципиально эти затраты могут рассматриваться как инвестиции санатора в санируемое предприятие с целью получения прибыли (в прямой или косвенной форме) в предстоящем периоде.

Такой подход позволяет применять для оценки эффективности санации те же методы, которые используются при оценке эффективности реальных инвестиций. ,

522

Определенный нюанс в расчетах эффективности санации имеет определение эффекта синергизма, который сопутствует таким ее формам как слияние и поглощение. Этот эффект рассчитывается по следующей формуле: •

$$•\$CC="PC0-(PC1-+PC2),$$

где ЭСС — сумма эффекта синергизма, достигаемого в процессе слияния (поглощения);

PC0 — прогнозируемая рыночная стоимость вновь создаваемого предприятия в процессе слияния (поглощения); PCч; PCа — оценка рыночной стоимости отдельных объединяемых предприятий.

Сравнение эффективности различных форм санации позволяет выбрать наиболее оптимальный вариант ее осуществления.

8. Утверждение бизнес-плана санации. После рассмотрения проекта бизнес-плана санации с расчетом ее эффективности всеми заинтересованными сторонами (предприятием-должником, его кредиторами и сенаторами) он утверждается их представителями и принимается к исполнению.

9. Мониторинг реализации мероприятий бизнес-плана санации. Такой мониторинг включается в систему текущего и оперативного финансового контроллинга и обеспечивается финансовой службой предприятия.

Цель Санации считается достигнутой, если удалось за счет внешней финансовой помощи или реорганизационных мероприятий нормализовать хозяйственную деятельность и избежать объявления предприятия-должника банкротом с последующей его ликвидацией.