

ГОСУДАРСТВЕННЫЙ КОМИТЕТ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
ПО ВЫСШЕМУ ОБРАЗОВАНИЮ

**ВСЕРОССИЙСКИЙ ЗАОЧНЫЙ ФИНАНСОВО-
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ИНСТИТУТ**

На правах рукописи

Стецько

Николай Васильевич

ФИНАНСЫ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ

Специальность: 08.00.10 — Финансы, денежное
обращение и кредит

ДИССЕРТАЦИЯ

на соискание ученой степени кандидата
экономических наук

Научный руководитель: доктор
экономических наук, профессор
Дробозина Людмила Александровна

Москва — 1995

СОДЕРЖАНИЕ

стр.

ВВЕДЕНИЕ.....	4
ГЛАВА 1. АКЦИОНЕРНЫЕ ОБЩЕСТВА И ФИНАНСОВАЯ СТОРОНА ИХ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ В УСЛОВИЯХ УГЛУБЛЕНИЯ РЫНОЧНЫХ РЕФОРМ	
1.1. Акционерные общества — основная организационно- экономическая форма предприятий в условиях рыночной экономики.....	8
1.2. Классификация акционерных обществ и проблемы формирования их уставного капитала.....	16
1.3. Анализ финансовой деятельности акционерных обществ в ходе приватизационного процесса в России.....	36
ГЛАВА 2. ПРОБЛЕМЫ ФИНАНСОВОЙ СТРАТЕГИИ В АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВАХ И ЕЕ РЕАЛИЗАЦИЯ	
2.1. Финансовое планирование — основа стратегии акционерных обществ.....	45
2.2. Характеристика показателей финансового состояния акционерных обществ.....	58
ГЛАВА 3. АНАЛИЗ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ И ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ	
3.1. Характеристика состава и структуры финансовой отчетности.....	75
3.2. Анализ стоимости имущества акционерных обществ.	91
3.3. Характеристика платежеспособности и финансовой устойчивости акционерных обществ.....	98

**3.4. Оценка инвестиционной привлекательности акционерных
обществ производственной сферы.....114**

ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....134

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ.....139

ПРИЛОЖЕНИЯ.....154

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность исследования. Возникновение акционерных обществ (АО) ставит перед финансовой наукой целый ряд новых проблем, связанных с исследованиями особенностей мобилизации финансовых ресурсов, форм и методов финансирования; налоговым планированием; информационным обеспечением анализа инвестиций и финансовой деятельности по запросам пользователей и др.

Практика функционирования акционерных обществ в Российской Федерации далека от совершенства. Это обуславливается целым рядом причин: сравнительно непродолжительным периодом их существования в России, недостатками законодательной базы регулирования их деятельности, неиспользованием в полном объеме финансовых инструментов мобилизации средств, которые широко распространены в мировой практике, и др.

В ряде случаев недостатки законодательной базы приводят к возникновению "липовых" акционерных обществ при отсутствии у них собственного капитала и их функционированию на основе построенной "пирамиды". Не получили должного распространения эффективные методы привлечения финансовых ресурсов, особенно крупными акционерными компаниями, такие как облигационные займы предприятий в рублях и валюте, которые при определенных условиях могли бы найти устойчивый спрос не только на внутреннем, но и на мировом рынке. Предприятия производственного назначения не в полной мере используют возможности интеграции национальных производств в мировую экономику.

Методы и формы финансового менеджмента, общепринятые в мировой практике, находятся в зачаточном состоянии и не обеспечивают должного уровня налогового планирования, межрегионального перераспределения финансовых ресурсов, оптимального размещения предприятий, использования ресурсов в зонах благоприятного налогообложения и др.

Планирование инвестиций, выпуск облигаций пока еще не стали

распространенной практикой финансовой деятельности крупных российских акционерных предприятий.

До сих пор отсутствует четкая классификация акционерных обществ по различным системным признакам, необходимая для уяснения особенностей их образования и функционирования. В не меньшей степени все это касается методики и техники составления финансового плана, основанного на анализе финансовой деятельности в соответствии с потребностями в информации заинтересованных пользователей: акционеров, кредиторов, налоговой службы, инвесторов и других юридических и физических лиц.

Все это и определяет актуальность темы настоящего научного исследования.

Цель и задачи исследования. Целью диссертационного исследования является проведение всестороннего анализа финансовых проблем акционерных обществ, их классификация по различным системным признакам, необходимая для понимания особенностей их образования и функционирования, обоснование и разработка новых подходов к определению критериев эффективности их деятельности, совершенствование применяемой методики финансового анализа на основе использования зарубежного опыта.

В соответствии с этими целями в диссертации были поставлены следующие задачи:

- выявить место и роль финансов акционерных обществ в условиях развития рыночных реформ;
- разработать классификацию акционерных обществ по организационным и экономическим признакам;
- дать оценку результатам и перспективам реализации Государственной программы приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации;
- определить роль финансового планирования в акционерных об-

ществах, опираясь на зарубежный опыт;

— проанализировать действующую систему показателей финансового состояния акционерных предприятий и финансовую отчетность;

— разработать оценку инвестиционной привлекательности акционерных предприятий.

Объектом диссертационного исследования является финансовая деятельность акционерных обществ в условиях развития рыночных реформ (на примере предприятий автомобилестроительного комплекса России).

Методология исследования. Теоретической и методологической базой исследования послужили труды ученых-экономистов в области теории и практики финансовых отношений в акционерных обществах, решения органов законодательной и исполнительной власти Российской Федерации по вопросам, исследуемым в диссертации.

Особое внимание было уделено работам: Алексеева М.Ю., Андросовой Л.Д., Алехина В.И., Абрамычева А.В., Белобородовой В.А., Болдырева Б.Г., Григорьева Ю.А., Гришина В.Д., Дробозиной Л.А., Жиляевой Н.И., Жукова Е.Ф., Зеленоборского В.П., Зудилина А.В., Карпова В.В., Крейниной М.Н., Крайневой Э.А., Кодацкого В.П., Карпова В.В., Кодацкого В.П., Мизиковского Е.Н., Мусатова В.Т., Мухачевой В.В., Николаевой С.А., Новодворского В.Д., Павловой Л.П., Паля В.Ф., Петракова Н.Я., Подвинской Е.С., Романова А.Н., Симчеры В.М., Хорина А.Н., Чечета А.П.

Практическую основу для анализа финансовой деятельности составили отчеты АО "Топаз" (Ярославский завод топливной аппаратуры), АО "Автомобиль" (Заволжский завод двигателей), входящих в АО "Автосельхозмашина-Холдинг", АО "Строительная биржа" (г. Москва).

Научная новизна диссертации заключается в комплексном исследовании финансов и финансового менеджмента акционерных обществ Российской Федерации.

Основные положения, выносимые на защиту, сводятся к следующему:

- определены роль и значение финансов в управлении акционерным обществом;
- предложена классификация акционерных обществ по организационным и экономическим признакам;
- обоснованы рекомендации по прекращению самокотировок акций, обязательному материальному обеспечению эмитируемых акций, усилению контроля со стороны Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ за эмиссией акций и расходованием средств акционерных обществ;
- разработана система показателей, отражающих финансовое состояние акционерных обществ;
- внесено предложение по совершенствованию публикуемой структуры отчетности АО с целью обеспечения внешних пользователей наиболее полной и достоверной информацией;
- выявлены факторы, влияющие на эффективность функционирования акционерных обществ;
- доказаны преимущества и недостатки инвестиций в акции промышленных предприятий.

Практическая значимость диссертации может рассматриваться в двух аспектах.

Во-первых, результаты исследования применимы в учебном процессе.

Во-вторых, излагаемые предложения и рекомендации могут быть использованы для анализа, оценки инвестиционной привлекательности и принятия решений акционерными обществами, инвесторами и другими субъектами, заинтересованными в эффективной деятельности АО.

ГЛАВА 1. АКЦИОНЕРНЫЕ ОБЩЕСТВА И ФИНАНСОВАЯ СТОРОНА ИХ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ В УСЛОВИЯХ УГЛУБЛЕНИЯ РЫНОЧНЫХ РЕФОРМ

1.1. Акционерные общества — основная организационно-экономическая форма предприятий в условиях рыночной экономики

Становление и развитие акционерных обществ имеет долгую историю. Еще в Древнем Риме утвердились институты, заключавшие в себе определенные черты предприятий с акционерной формой собственности, которые имели характер товариществ на паях. На ранних стадиях развития капитализма получили развитие акционерные общества особенно в таких сферах деятельности, как банковское дело и морская торговля. Особо бурное развитие АО получили в XIX веке в странах Старого и Нового Света.

Не осталась в стороне и Россия. Акционерные общества были одной из основных форм предпринимательства во второй половине XIX — начале XX вв. Среди дореволюционных АО преобладали промышленные общества, за ними шли коммерческие банки, страховые общества, железнодорожные и пароходные компании.

Попытка возродить акционерное предпринимательство в 20-е годы не имела большого успеха. По численности и размерам капитала акционерные предприятия в годы нэпа значительно уступали дореволюционным.

Начало новой волны в создании акционерных обществ в России относится ко второй половине 80-х годов. Правда, первые общества не носили чисто предпринимательский характер. Многие из них создавались в области внешнеэкономической деятельности на базе государственных предприятий в тех случаях, когда государство по тем или иным причинам не хотело брать на себя риск по результатам сделок с иностранными партнерами.

Положение изменилось в конце 1990 г., когда акционерные общества

стали создаваться не только государственными, но и частными, кооперативными организациями.

В настоящее время процессы приватизации и акционирования переходят в иное качественное состояние. В соответствии с президентским Указом от 22 июля 1994 г. введены в действие "Основные положения Государственной программы приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации после 1 июля 1994 года". Начался новый этап приватизационных процессов — денежная приватизация.

В экономической литературе и в законодательных актах акционерные общества определяются как одна из форм организации хозяйственной деятельности. Она отличается от других следующим:

- общество образуется и действует на добровольных началах;
- его учредителями и участниками могут быть как юридические, так и физические лица.

Для возникновения акционерного общества как юридического лица его акционерный капитал, в соответствии с законодательством большинства стран, должен быть размещен, то есть покрыт подпиской, а определенная, установленная законом его часть — оплачена подписчиками.

В свою очередь АО, согласно законодательству Российской Федерации, подразделяются на два типа: открытые и закрытые. Уставный фонд акционерного общества открытого типа разделяется на определенное число акций по номинальной стоимости. Эти акции продаются по открытой подписке или через посредников всем желающим. Закрытое АО распространяет акции между заранее определенными участниками, либо вообще не выпускает акций. В этом случае взносы каждого участника в уставный фонд общества определяются учредительным договором, который подписывают участники.

Все участники АО вносят свои средства в уставной капитал общества в

различных формах — здания и сооружения, денежные средства, оборудование, интеллектуальная собственность. Весь капитал АО открытого типа и доля каждого из его участников переводятся в акции.

Акции — ценные бумаги, удостоверяющие долевое участие их владельца в акционерном предприятии. Они дают право на получение части его прибылей в виде дивидендов, а также право голоса (обыкновенные) на общем собрании акционеров, получение информации о деятельности АО, в том числе право знакомиться с данными учета и отчетности. В случае банкротства АО его члены несут так называемую ограниченную ответственность, то есть отвечают лишь в пределах тех средств, которые ими фактически вложены в это общество. Возврат средств возможен только путем продажи акций на рынке ценных бумаг по текущему курсу.

Из этого следует, что акциями являются ценные бумаги, которые свидетельствуют об участии в капитале АО. Этот вид ценных бумаг не выпускается государственными органами, они эмитируются только акционерными обществами.

Согласно методическим рекомендациям, подготовленным Государственным комитетом Российской Федерации по управлению государственным имуществом (ГКИ) и предназначенным для государственных и муниципальных предприятий, преобразующихся в АО открытого типа в соответствии с Указом Президента от 1 июля 1992 г. N 721 "Об организационных мерах по преобразованию государственных предприятий, добровольных объединений государственных предприятий в акционерные общества", предприятия могут выпускаться два вида акций: обыкновенные и привилегированные.

Владельцы обыкновенных акций получают доходы по акциям в зависимости от результатов хозяйственной деятельности и решения собрания акционеров о доле чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов по результатам отчетного года.

Привилегированные акции дают право на гарантированный доход: дивиденды по ним выплачиваются не ниже установленного размера, обычно в процентах к их номинальной стоимости. Нормативные документы предусматривают возможность по решению собрания акционеров увеличивать дивиденды на привилегированные акции сверх гарантированной величины.

Владельцы привилегированных акций имеют право на получение полной стоимости акции (по номиналу) из имущества ликвидируемого АО, однако не имеют права голоса на собраниях акционеров.

По характеру функционирования на рынке ценных бумаг акции подразделяются на именные и предъявительские. Согласно Российскому законодательству, в настоящее время, разрешен выпуск только именных акций.

Как правило, именная акция выписывается на имя определенного владельца, а данные о владельце регистрируются в учетной книге акционерного общества. Однако процесс обращения именных акций на вторичном рынке ценных бумаг неудобен, так как необходима их перерегистрация на имя нового владельца.

Курс акций во многом отражает результаты финансовой деятельности акционерного общества.

Следует различать:

— номинальную цену акции, которая указывается на самой ценной бумаге и которая в отличие от номинала облигации, практически не имеет значения для дальнейшего движения акции на рынке ценных бумаг и отражает величину долевого капитала;

— эмиссионный курс, по которому акция продается на первичном рынке ценных бумаг и который чаще всего отличается от номинальной цены, поскольку размещение акций эмитент производит, как правило, через посредническую дилерскую фирму;

— рыночную курсовую цену акций, по которой они котируются (оцениваются) на вторичном рынке ценных бумаг и которая определяет реальную ценность данной акции на данный момент;

— балансовую (книжную) цену акций, которая определяется на основе документов финансовой отчетности, что чаще всего происходит в ходе аудиторских проверок для внесения акций компаний в список акций, котирующихся на вторичном рынке ценных бумаг.

АО по существу представляет собой объединение лиц, являющихся владельцами капитала. На первый план в нем выступают финансовые средства, интересы владельцев акций. Все отдельные капиталы объединяются в один. Главная стратегическая цель объединения заключается в том, чтобы получить побольше прибыли на каждую единицу вложенных средств или обеспечить условия для достижения этой цели в будущем.

Таким образом, акционерная форма собственности может выполнять три функции финансов. Во-первых, она служит средством аккумуляции и перелива капитала. Во-вторых, она является средством приобщения акционеров к расширению собственности и контроля за деятельностью аппарата, управляющего производством. В-третьих, она служит средством создания хозяйственной мотивации, когда акционер и работник совмещаются в одном лице. При этом, если вторая функция присуща любому АО, то первая и третья могут отсутствовать в зависимости от конкретной формы акционерного общества (открытое или закрытое), наличия или отсутствия работников-акционеров.

Как одна из форм организации и функционирования хозяйства, акционерные общества обладают рядом преимуществ (по сравнению с другими видами организационных форм), которые делают их наиболее приемлемыми для крупного бизнеса. Это происходит в силу целого ряда причин.

Следует отметить, что вхождение в акционерное предприятие и выход

из него свободны и осуществляются в соответствии с учредительским договором, а также путем купли-продажи акций.

Благодаря выпуску акций АО получают более широкие возможности в привлечении дополнительных средств. Например, к числу финансовых проблем, требующих решения, относится изыскание денежных средств, необходимых для функционирования общества. Можно взять долгосрочный кредит в банке, но может получиться, что процент за него больше, чем дивиденды акционеров. В этом случае будет выгоднее выпустить облигации на три-четыре года с уплатой фиксированных процентов. И поскольку акции, как правило, обладают достаточно высокой ликвидностью, их гораздо проще обратить в деньги при выходе из АО, чем получить назад долю в уставном капитале товарищества с ограниченной ответственностью.

АО — это наиболее демократична форма бизнеса, так как при открытой подписке на акции купить их и стать акционером, то есть одним из совладельцев предприятия может любое юридическое и физическое лицо (правда, при выпуске именных акций возможны ограничения, связанные, например, с гражданством подписчика).

Основные особенности акционерной формы предприятия:

1. АО — это универсальный способ собирания массы незначительных по размерам накоплений в один крупный капитал для организации предприятий, требующих вложения больших средств на длительный срок. Наиболее характерная особенность этой формы — образование единого крупного капитала из всевозможных источников.

2. Благодаря применению акционерной формы оказывается возможным создание таких крупных по размерам предприятий, создание которых иначе просто неосуществимы. Только акционерная форма может позволить рентабельно применить капитал в тех сферах хозяйства, где требуются вложения крупных масс капитала на длительный срок, а уровень прибыльности ниже, чем в других отраслях.

3. Акционерная форма характеризуется также большей гибкостью в применении мобилизованных средств. Она позволяет осуществлять быстрое вложение капитала, повышает его подвижность и способствует переливу капитала между отраслями и сферами экономики.

4. Кроме того, акционерные общества располагают значительно большей, чем другие формы предприятий, устойчивостью в периоды неблагоприятной экономической конъюнктуры. Их противостояние жесткой конкуренции выше потому, что у них больше возможностей для накопления и, в особенности, для создания резервных (страховых) фондов. И, значит, при прочих равных условиях АО гарантирует большую стабильность доходов своим членам.

В странах с рыночной экономикой акционерная форма собственности особенно широко стала развиваться в конце XIX века. В настоящее время акционерным обществам (корпорациям) принадлежит ведущая роль в рыночной экономике. Конечно, это не означает, что другие формы экономической организации предприятий не играют роли. Напротив, единоличные владения сохраняют значительные позиции в ряде отраслей и сфер экономики, таких как сельское хозяйство, торговля, услуги. Выше изложенное подтверждают данные о роли различных организационно-правовых форм хозяйствования в США (табл.: 1;2).

Из анализа данных таблиц можно сделать вывод о ведущей роли корпоративной организации в хозяйственной жизни страны. Несмотря на то, что удельный вес корпораций в общем числе хозяйствующих субъектов составляет одну пятую, они дают 90% всего оборота капитала, а в обрабатывающей промышленности — более 98%. Именно в форме акционерных обществ функционирует большинство крупных компаний. Надо отметить, что под корпорацией в США понимаются, строго говоря, как общества с ограниченной ответственностью, так и собственно акционерные общества. Но учитывая либеральный характер американского

законодательства (федеральные законы о формах экономической организации отсутствуют, эти формы в основном регулируются законодательством штатов) и отсутствие препятствий для организации обществ на акционерных началах, можно считать корпоративную форму акционерной.

В странах Западной Европы, особенно во Франции и Германии, существует более жесткое законодательство относительно выбора различных форм правовой организации предприятий. Так, во Франции для организации АО необходимо семь учредителей, в Германии — пять. Накладываются также ограничения на минимальный размер уставного капитала. Поэтому в Германии действует только несколько сотен АО, но ими являются самые крупные компании, которые определяют лицо германской экономики.

Новый этап в развитии акционерного движения в экономике Российской Федерации связан с проведением радикальной экономической реформы. Процесс разгосударствления собственности, курс на либерализацию цен, коммерциализацию, вместе с массовой приватизацией создали условия для спонтанного образования акционерных обществ. В то же время экономические реформы в России имеют определенную специфику, испытывают на себе влияние таких факторов, как высокий уровень инфляции, отсутствие явной безработицы, массовое банкротство компаний, осуществлявших операции на денежном рынке.

Все вышеизложенное обусловило пеструю картину в акционерном движении. В связи с этим представляется важным рассмотрение особенностей образования и функционирования акционерных обществ в зависимости от их специфики и разнообразия, реальных условий воспроизводства и регулирования деятельности со стороны государства. Поэтому в дальнейшем остановимся на вопросах классификации АО, проблемах их функционирования, рассмотрим и оценим первые результаты деятельности АО в России.

1.2. Классификация акционерных обществ и проблемы формирования их уставного капитала

Классификация акционерных обществ по различным системным признакам необходима для понимания особенностей их образования и функционирования. В отечественной литературе пока отсутствует достаточно стройная классификация АО по различным типам. Это вызвано, с одной стороны, недостаточным опытом деятельности разнообразных АО, появившихся в России, а с другой — несовершенством законодательства. В настоящее время при образовании АО используют: постановление Совета Министров РСФСР N 601 от 25 декабря 1990 года "Положение об акционерном обществе"; Указ Президента РФ N 721 от 1 июля 1992 года об организационных мерах по преобразованию государственных предприятий, добровольных объединений государственных предприятий в акционерные общества"; Указ Президента РФ от 22 июля 1994 г. N 1535 "Основные положения Государственной программы приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации после 1 июля 1994 года" и др.

Основные положения Государственной программы приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации были разработаны в соответствии с Законом РФ "О приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации" с учетом опыта и результатов проведения приватизации в 1992-1994 годах. Основные положения устанавливают цели и порядок применения положений Государственной программы приватизации, утвержденной Указом Президента РФ N 2284 от 24 декабря 1993 г., после завершения срока действия приватизационных чеков.

Главными целями Основных положений Государственной программы приватизации государственных и муниципальных предприятий после за-

вершения срока действия приватизационных чеков являются:

- повышение эффективности российской экономики в целом и деятельности отдельных предприятий;
- формирование широкого слоя частных собственников и содействие этому процессу;
- привлечение в производство инвестиций, в том числе иностранных;
- содействие в реализации мероприятий по социальной защите населения, а также защите прав частных собственников (акционеров) .

Сделан значительный шаг в законотворчестве и подготовке нормативных документов для формирования и функционирования различных институтов, прежде всего финансовых. Эти документы предполагают для них в качестве основной формы акционерную. Зарубежный опыт подсказывает, что новые организационно-правовые формы предприятий лучше создавать в акционерной форме, что обеспечивает приток капиталов. Наличие капитала, в свою очередь, облегчает процесс становления новых АО.

Большое разнообразие различных форм, видов и сфер деятельности АО делает актуальной проблему классификации.

В реальной действительности учесть все условия в полной мере невозможно, поэтому любая классификация экономических объектов, как правило, не является исчерпывающей и носит условный характер.

Какие классификационные признаки (основания) должны быть положены в основу многомерной классификации? Прежде всего признаки, отражающие организационно-правовые и экономические аспекты деятельности АО.

На их основе предлагается следующая классификационная схема:

ПРИЗНАКИ	АКЦИОНЕРНЫЕ ОБЩЕСТВА
1. По способу образования	1. Вновь созданные 2. Преобразованные
2. По форме акционирования	1. Открытого типа 2. Закрытого типа
3. По сфере функционирования	1. Нефинансового сектора 2. Финансового сектора
4. По форме	1. Частные собственности 2. Частно-государственные

По нашему мнению, в экономической литературе слабо отражен принцип деления АО по способу образования, несмотря на активный процесс акционирования предприятий в России. В то же время способ образования играет исключительно важную роль в формировании как фиктивного, так и реального капитала и способов взаимодействия между ними. На основе изучения как российского, так и зарубежного опыта, по способу образования АО можно разделить на вновь созданные и преобразованные.

Создание нового общества в акционерной форме происходит путем объединения капиталов в материальном и нематериальном выражении. А формирование его уставного капитала (фонда) занимает особое положение.

Уставный капитал представляет собой сумму средств, первоначально инвестированных собственниками для обеспечения уставной деятельности предприятия. Как отмечает профессор В.Ф. Палий, "Уставный фонд отражает двойственность отношений собственности".* Значит, если имущества не окажется в наличии, в частности, вследствие его случайной гибели, отмеченное обстоятельство никакого влияния на размер притязаний инвесторов не оказывает. Не обязан он при тех же ситуациях принимать в счет причитающейся ему доли именно то имущество, которое он в свое время передал предприятию.

* Палий В.Ф. Новая бухгалтерская отчетность. Содержание и методика анализа. — М.: Контролинг, 1991. — с. 15 **в счет вноса, инвестор не вправе.**

С одной стороны, уставный капитал характеризует величину обособленного имущества, право собственности (полного хозяйственного ведения), на которое перешло к предприятию как самостоятельному участнику (юридическому лицу). С другой стороны, уставный капитал — сумма обязательств предприятия перед инвесторами.

Для раскрытия сущности уставного капитала важное значение имеет юридическая сторона процесса его формирования. Все имущество, полученное от инвесторов, кроме переданного только на владение и пользование, зачисляется на баланс предприятия. Тем самым инвестор утрачивает какую бы то ни было связь с этим имуществом как со-вокупностью определенных вещей. А это означает, что вещные права на такое имущество в полном объеме принадлежат предприятию. Точно так же собственностью АО являются изготовленная продукция и полученная прибыль. Инвесторы не располагают обособленными правами на объекты, входящие в состав имущества предприятия, в том числе и на объекты, внесенные в виде вклада. Таким образом, вещное право, принадлежащее инвестору, трансформируется в право обязательственное, связывающее инвесторов с предприятием.

Из вышеизложенного следует, что и при выходе из состава хозяйственного общества, и при его ликвидации инвестор вправе требовать лишь компенсацию своей доли (в рамках остаточного имущества). Претендовать на возврат в натуре определенных вещей, переданных им

Рассматривая уставный капитал предприятия, необходимо обратить внимание на два момента. Во-первых, речь идет исключительно о первоначальном инвестировании средств. Любые источники средств, образующиеся в процессе деятельности предприятия, представляют собой лишь прирост капитала, никак не затрагивающий величину первоначально вложенных средств. В отличие от ранее действовавшего порядка, когда указанные источники должны были присоединяться к уставному фонду,

ныне их наличие не сказывается на размере уставного капитала.

Второй момент состоит в том, что уставный капитал выступает источником финансирования деятельности предприятия во всех ее формах и видах (деятельность, ставившая цель создания предприятия, капитальные вложения, инвестиции в ценные бумаги, экспортно-импортные операции и т.д.), предусмотренных учредительными документами. Это представляется важным, так как еще до недавнего времени уставный фонд трактовался как финансовое обеспечение основных средств и части (норматива) оборотных средств, покрывающих потребности исключительно производственных мощностей предприятия. Тем самым за пределами деятельности, финансируемой из уставного фонда, оставались инвестиционная активность, внешнеторговые операции. Эти виды деятельности предприятия могли вести лишь за счет специальных источников (фондов экономического стимулирования, средств государственного бюджета).

При рассмотрении и изучении интересуемых АО особое внимание следует обращать на нематериальные активы, которые в уставных капиталах предприятий иногда составляют основную часть.

В общем виде под нематериальными активами понимается условная стоимость объектов промышленной и другой интеллектуальной собственности, а также иных аналогичных отчуждаемых имущественных прав. Для нематериальных активов характерно отсутствие материально-вещественной (физической) структуры; применение в производстве продукции при выполнении работ и оказании услуг, либо для управления предприятием; отсутствие намерения перепродать при нормальных условиях; использование в течение длительного времени; способность приносить пользу предприятию; высокая неопределенность относительно размеров возможной в будущем прибыли от их применения.

Из-за отсутствия четкого законодательства и недостаточности методических разработок определения реальной стоимости нематериальных

активов, при образовании многих АО, им даются очень разные оценки. Все это способствует искусственному завышению уставного капитала при его формировании. И как следствие, инвесторам тяжело, а порой и невозможно реально оценить интересующие АО.

Следует также отметить, что в действующем "Положении об АО" неоправданно упрощен порядок уменьшения уставного капитала, что может привести к ущемлению интересов инвесторов общества. Принятое решение, согласно законодательству, вступает в силу сразу после собрания акционеров. Ведь при предоставлении займа кредитор ориентировался на определенный собственный капитал общества.

Есть и другие недостатки данного положения, которые подвергаются обоснованной критике: слабая защита акционеров, особенно меньшинства, от произвола как совета директоров, так и должностных лиц; покупка собственных акций; отсутствие регламентации на число учредителей; неясность с характером выпуска акций и т.д.

На наш взгляд, при формировании уставного капитала необходимо:

а) в законодательном порядке четко определить обязательность независимой экспертной оценки состояния имущества и нематериальных активов, вносимых в уставный капитал;

б) ввести более обоснованную юридически и экономически норму о том, что решение об уменьшении уставного капитала вступает в силу не ранее чем через три месяца после внесения соответствующей записи в реестр и публикации об этом в установленном порядке.

Какие акции выпускать — именные или на предъявителя, должно определять само общество. Но для защиты от возможных злоупотреблений АО должно обеспечить именной выпуск (размещение) акций. Впоследствии возможен их обмен на предъявительские ценные бумаги.

С точки зрения защиты интересов инвесторов, важную роль играет ликвидность и платежеспособность АО. Мы считаем, что необходимо

законодательно закрепить перечень публикуемых показателей финансового состояния АО и методику их расчета.

Данные предложения по совершенствованию законодательной и нормативной базы должны способствовать защите прав российских и иностранных инвесторов. Ориентация на американскую (англосаксонскую) модель не всегда оправдана в силу особенностей хозяйственных отношений и необходимости в перспективе регулировать деятельность гигантского числа АО в условиях слабой судебной власти и отсутствия устойчивых правовых традиций.

Исторический опыт развития Германии в период "Веймарской республики" свидетельствует о том, что ослабление контроля государства за деятельностью АО приводит к многочисленным злоупотреблениям, массовым банкротствам и слабой защите экономических интересов третьих лиц.

Акционирование в узком смысле слова представляет собой процесс трансформации форм собственности, т.е. титулов собственности в форме выпуска акций.

Под акционированием нельзя понимать только процесс приватизации государственной собственности. Более того, на современном этапе в ряде стран Запада, особенно в США, имеет место процесс акционирования частных предприятий в рамках, например, программы "ESOP", т.е. безвозмездная передача или продажа акций работникам предприятия. В России данный вид акционирования получил наименование РАС (рабочая акционерная собственность). Идея программы направлена на повышение эффективности (производительности) труда в условиях преобладания крупных предприятий, разделения труда внутри предприятий. Для этого необходимо передать или продать в той или иной форме работникам часть собственности в виде прав (титулов) на часть реального капитала. Поскольку индивидуальная собственность каждого работника функционирует в рамках

по сути дела коллективной формы, постольку отдается предпочтение не получению дивиденда, используемого затем на личное потребление, а его постоянной капитализации в процессе функционирования предприятия или компании.

Так, в США за последние пятнадцать лет резко возросло число частных компаний, работающих в режиме корпорации и единоличного владения, переходящих на применение права передачи (продажи) собственности своим работникам. Для владельцев компаний и предприятий реализация плана "ESOP", который поддерживается правительством и законодательными органами, дает значительные финансовые средства, которые можно использовать по своему усмотрению. На этих идеях во многом базировалась идея внедрения и развития арендных отношений в экономике бывшего СССР и России, когда предусматривался определенный порядок выкупа государственной собственности.

В период проведения реформ в России была принята концепция массовой и быстрой приватизации, которая включала в себя "малую" и "большую". Под первой понимается приватизация предприятий торговли, общепита, сферы услуг, а также небольших предприятий в других отраслях экономики. В соответствии с Государственной программой приватизации переход в частную собственность небольших предприятий предполагалось завершить в течение 1,5-2 лет. Сам переход, в основном, должен был иметь коммерческие формы: аукционная или конкурсная продажа, аренда с правом выкупа, коммерциализация деятельности предприятий. "Большую" приватизацию, так или иначе, предлагалось провести в рамках коммерциализации и акционирования крупных и средних предприятий на основе именных приватизационных счетов или чеков, практически на основе безналичных расчетов и платежей. Но в середине 1992 года было принято решение об использовании особых приватизационных чеков на предъявителя, т.е. ценной бумаги. Номинал данной ценной бумаги был

принят в 10 тысяч рублей. Данная сумма была получена в результате деления стоимости основных фондов страны, находившихся на балансе государства, на численность населения.

В соответствии с Указом Президента N 721 от 1 июля 1992 г. "Об организационных мерах по преобразованию государственных предприятий, добровольных объединений государственных предприятий в акционерные общества" было предусмотрено три варианта льгот членам трудового коллектива, которые затем просто трансформировались в три варианта приватизации. В дальнейшем эти понятия используются как синонимы.

Первый вариант льгот предлагал:

а) безвозмездную передачу акций (типа А) членам трудового коллектива предприятий в размере 25% от уставного капитала, но не более, по номинальной стоимости акций, двадцати минимальных зарплат на одного работника;

б) продажу обыкновенных (голосующих) акций членам трудового коллектива на сумму 10% уставного капитала, но по номинальной стоимости не более шести минимальных заработных плат на одного работника;

в) право (опцион) администрации предприятия на приобретение обыкновенных акций в пределах 5% уставного капитала, но по номинальной стоимости не более 2000 минимальных заработных плат на основе конкретных условий контракта.

При таких условиях большая часть обыкновенных акций должна быть реализована на внешнем для предприятия рынке. Формально, данный вариант был ориентирован на привлечение внешнего инвестора (населения, инвестиционных фондов и компаний, различных коммерческих структур и нерезидентов). С позиции обеспеченности (достаточности) финансовыми ресурсами данный вариант был выгоден тем предприятиям, которые остро нуждались в денежных средствах. Но данное обстоятельство как раз всегда привлекает внешних инвесторов, для которых важна не только возможность

приобретения контрольного пакета акций, но и доходность своих вложений. С другой стороны, работники предприятий могли участвовать или неучаствовать в приватизации своего предприятия. Администрация (директор, заместитель, главный бухгалтер и главный инженер) получили право (опцион) на приобретение 5% акций на условиях контракта.

Правда, за счет выкупа у органов управления имуществом 10% (из них 5% бесплатно) трудовые коллективы совместно с администрацией могут овладеть контрольным пакетом акций.

Второй вариант имел следующие льготы:

а) размещение среди трудового коллектива обыкновенных акций в пределах 51% уставного капитала по номинальной стоимости акций с коэффициентом 1,7 (цена акции определяется комитетом по управлению имуществом); до 50% стоимости могло быть покрыто приватизационными чеками;

б) трудовой коллектив имел право разместить по закрытой подписке часть акций между членами трудовых коллективов других предприятий, связанных с данным предприятием в единый технологический комплекс.

Данный вариант изначально был привлекателен для трудового коллектива, поскольку сохранял право контроля за АО.

Принципиальная ошибка создателей этого варианта (Госкомимущества России) заключалась в недооценке инфляционных процессов, которые приводили к росту заработной платы и доходов населения. В результате в декабре 1992 года средняя заработная плата превысила 16 тысяч рублей и превышала в 1,6 раза номинальную стоимость приватизационного чека, в принципе работники большинства предприятий могли по закрытой подписке по умеренным ценам приобрести контрольный пакет акций.

Право на привлечение (в рамках закрытой подписки) работников других предприятий давало возможность так называемого "перекрестного" акционирования, что в принципе неплохо для осуществления устойчивых

связей между предприятиями.

Многие предприятия имели возможность реализовать часть прибыли на образование приватизационного фонда, вместо вложения ее в развитие производства или погашения задолженности перед кредиторами. Такие явления мало чем отличаются от покупки собственных акций, поскольку основные фонды оценивались по остаточной стоимости без пересчета собственных средств предприятий, что вполне достаточно для выкупа. Сложнее дело с выкупом оборотных фондов, которые включались в уставный капитал по текущим ценам. Для многих предприятий выкуп оборотных фондов мог стать препятствием из-за завышенной оценки их стоимости и, соответственно, заниженной стоимости основных фондов. Но предприятия данный барьер довольно успешно преодолевали, поскольку при оценке уставного капитала была снята задолженность перед кредиторами.

Третий вариант льгот предполагал:

а) приобретение 20% обыкновенных акций членами ответственной группы из работников предприятия после года успешной (безубыточной) работы акционерного общества; по своей форме данное приобретение представляло собой опцион;

б) размещение 20% от объема уставного капитала обыкновенных акций среди членов трудового коллектива по номинальной стоимости на сумму не более двадцати минимальных заработных плат на одного работника с рассрочкой платежа на три года и в размере первоначального взноса в двадцать процентов по номинальной стоимости.

Третий вариант почему-то был ориентирован на определенную группу предприятий с объемом уставного фонда в пределах от 1 до 50 млн. рублей и численностью занятых от 200 до 1000 работников. Неясность понятия "ответственная группа" с ответственностью за безубыточность работы и с опционом затрудняла для трудового коллектива выбор данного варианта приватизации.

В дальнейшем в эти три схемы вносились определенные изменения.

С 22 июля 1994 года после утверждения Указом Президента РФ N 1535 "Основных положений Государственной программы приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации после 1 июля 1994 года" начался второй этап приватизации. Этот этап должен носить качественный характер и должен быть направлен на обеспечение последующего перехода прав собственности, приобретенных в ходе первичного распределения, в пользу реально ответственных собственников.

К основным объектам нового этапа приватизации относятся три вида имущества: государственные пакеты акций приватизированных предприятий, земельные участки приватизированных предприятий и недвижимость. Последняя если не превышает, то адекватна стоимости имущества прошедшего этапа.

Предполагается, что переход к новой модели (денежной) приватизации значительно повысит поступления в бюджеты всех уровней (продажа государственных пакетов акций, новых приватизируемых предприятий, недвижимости).

Введена новая схема распределения средств от приватизации. Если ранее почти все доходы от приватизации поступали в бюджеты разных уровней, то с июля 1994 г. 51% от продажной цены предприятия (акций) переводится на специальный счет самого предприятия для инвестиционных целей. Это означает, что потенциальный покупатель платит лишь половину требуемой цены, так как другая должна возвращаться на цели реструктурирования и развития производства. Хотя такой подход является явно дискриминационным по отношению к предприятиям, прошедшим приватизацию на первом этапе, тем не менее это сильный стимул для потенциального инвестора участвовать в приватизации.

Первоначально предполагалось принятие совершенно новой модели

льгот работникам и администрации предприятий, которая предусматривает лишь два варианта: получение 25% привилегированных неголосующих акций или покупка по номиналу 10% голосующих акций со скидкой 30% и рассрочкой оплаты на 1 год. Очевидным основанием для такого подхода являлись и отмена чеков (как "льготы" всему населению), и акцент в новой политике на формирование изначально крупных "внешних" держателей акций предприятий.

Тем не менее не удалось провести столь радикальное сокращение льгот работникам. В соответствии с Основными положениями пока будет действовать прежняя модель. Тем не менее в завуалированном виде предусмотрено параллельное использование новой модели льгот. При этом, на наш взгляд, при индексации цены имущества и многократном ее повышении реально должны действовать только новые схемы, ибо у большинства трудовых коллективов не найдется средств для выкупа 51% акций по новым ценам.

В интересах привлечения "стратегических" инвесторов, которые ориентируются на контроль и управление предприятием, предполагается выставлять на денежные аукционы и инвестиционные конкурсы относительно крупные пакеты акций — не менее 15-20%, закрепленных в федеральной собственности, которыми реально не управляет сегодня никто.

Что касается иностранных инвесторов, то уже сам факт отмены действия чеков является солидным стимулом для многих из них в силу появления привычных средств платежа. Несомненным шагом вперед должны стать и более упрощенные процедуры инвестиционных конкурсов.

Впервые законодательно сформулированы требования к предприятиям, которые претендуют на содействие в реконструкции из средств западной технологической помощи:

- доля участия государства не должна превышать 25%;
- выполнение всех требований законодательства России об АО;

- отсутствие ограничений на куплю-продажу акций данного предприятия;

- наличие независимого регистратора, ведущего реестр акционеров данного предприятия.

Безусловно, необходимы проработка многих новых процедур и подготовка ряда нормативных актов. В целом же Основные положения являются прогрессивным документом, который дает разумные ориентиры для развития приватизационного процесса на втором этапе.

По форме образования и функционирования (согласно предлагаемой классификационной схеме) АО бывают закрытого и открытого типа. С экономической точки зрения АО открытого типа обладают большим потенциалом своего развития, поскольку возможен выпуск акций практически для любых инвесторов, как резидентов, так и нерезидентов страны. С финансовой точки зрения это повышает возможности увеличения уставного капитала и расширения характера своей деятельности.

Вопрос выбора формы АО для учредителей далеко не прост. Ясно одно, что закрытая форма облегчает процесс контроля за деятельностью общества, но ставит пределы роста и особенно возможности внешнего финансирования. Данный вопрос достаточно изучен в экономической литературе.

По особенностям функционирования АО можно разделить на два типа:

- АО финансового сектора;
- АО нефинансового сектора.

Финансовые АО действуют в специфической сфере воспроизводства, к которой относится оборот денег, кредитных ресурсов, ценных бумаг, долговых обязательств и страховых полисов. В данной сфере действуют соответствующие финансовые институты:

- банки;
- страховые компании;

- инвестиционные компании и фонды;
- депозитно-сберегательные (специальные) фонды.

Для соответствующих видов финансовых институтов действуют свои законодательные и нормативные акты, связанные с особенностями их функционирования. Дело в том, что данные финансовые институты имеют дело не с производством материальных благ, а с денежными и кредитными ресурсами, ценными бумагами и долговыми обязательствами, т.е. с "бумажными", а не материальными активами. Поэтому необходимы особые требования в законодательстве с целью исключения возможных злоупотреблений в порядке образования соответствующих акционерных обществ, формирования уставного капитала, выпуска ценных бумаг и их обращения. Поэтому в большинстве стран с рыночной экономикой существуют определенные ограничения в деятельности финансовых институтов в форме АО.

Широкое распространение банков в форме АО, прежде всего открытого типа, в России во многом было вызвано наличием у государственных предприятий избыточных финансовых ресурсов в 1988-1992 году, что позволило, с одной стороны, обеспечить денежными ресурсами свой вклад в формирование уставного капитала вновь образуемых банков, а с другой стороны, обеспечить желательный для себя режим наибольшего благоприятствования и в кредитных взаимоотношениях. Развал СССР и активная политика Центрального Банка России по подчинению и преобразованию банковских структур привела к созданию в течение короткого времени большого количества коммерческих банков. По данным Центрального банка РФ, на 1 октября 1994 г. их было зарегистрировано 2436, с совокупным объявленным уставным капиталом в 3,05 трлн. рублей*.

* Сажин А. Число банков продолжает быстро расти, особенно за счет Москвы. Финансовые известия, 1994 г. — N 53.

В условиях высокой инфляции надежность банков во многом зависит от соотношения активов (пассивов) и уставного капитала. А участвовавшие случаи банкротств российских банков заставили ЦБ России повысить с 1 марта 1994 г. в двадцать раз норматив минимального — для прохождения регистрации — размер банковского уставного фонда*.

Для достижения этой цели акционерные банки могут увеличить уставной капитал за счет капитализации собственных средств, на эти цели могут быть направлены:

- средства, полученные в результате переоценки основных средств банка;
- средства, полученные банком от продажи акций их первым владельцам сверх номинальной стоимости;
- остатки фондов экономического стимулирования по итогам года;
- основные средства, приобретенные банком за счет средств фондов экономического стимулирования, направленных на производственное и социальное развитие, разделенные в установленном законном порядке между членами трудового коллектива и выступающие в качестве индивидуальных доходов каждого из них;
- средства от переоценки валютной части собственных средств в размере 50% от свернутого кредитового сальдо по итогам года;
- дивиденды, начисленные, но не выплаченные акционерам банка;
- нераспределенная прибыль по итогам года.

Уставный фонд должен составлять рублевый эквивалент миллиона ЭКЮ и корректироваться ежеквартально в зависимости от курса этой расчетной единицы к российской валюте.

* Симонов Д. ЦБ решил ограничить рождаемость банков. Коммерсантъ — DAILY, 1994. — N 31

А в течение пяти лет все ныне действующие и создаваемые банки должны будут увеличить размеры собственного капитала до 5 млн. ЭКЮ.

Новые лимиты распространяются на все финансовые институты. Прежний 100-миллионный размер уставного фонда сохранен для "касс взаимопомощи" — банков, действующих на основе кредитной кооперации, привлекающих средства у пайщиков их же кредитующих. Те же банки, которые могут использовать межбанковские ссуды для кредитования, к 1 марта 1999 года должны иметь капитал не менее миллиона ЭКЮ.

Новое решение лишено недостатка своего предшественника — телеграммы, на основании которой был установлен минимальный размер уставного фонда в 100 млн. рублей: тогда ЦБ оперировал понятием уставного фонда, который по сути является средствами акционеров и учредителей. Сегодня же банкам предписано увеличивать собственные капиталы, включающие, помимо уставного фонда, образуемые из прибыли резервы. Таким образом, преуспевающие финансовые институты смогут соблюдать новый норматив за счет заработанной прибыли, и это избавит их от необходимости расплывать акционерный капитал или же "трясти" деньги со старых учредителей*.

Однако, предприняв шаги в направлении технического усовершенствования механизма укрупнения банков, в Центральном Банке по-прежнему не позаботились о том, чтобы крупные банки стали более надежными. В частности, в ЦБ по-прежнему оставляют без внимания случаи многократной пролонгации сомнительной задолженности. Это приводит не только к искажению реальной суммы "просрочки", но и формально увеличивает ликвидность банковских балансов, что вводит в заблуждение контролирующие органы и инвесторов.

* Симонов Д. ЦБ решил ограничить рождаемость банков. Коммерсантъ — DAILY, 1994. — N 31.

Данный пример доказывает необходимость государственного регулирования деятельности акционерных обществ, исходя из :

- а) специализации;
- б) реальной экономической ситуации.

Последнее важно тем, что необходимо не корректируя принципиальные положения законодательно-нормативных основ функционирования АО, изменять ряд количественных параметров.

В числе высших финансовых институтов находятся как специализированные страховые компании (пенсионные фонды, больничные кассы и т.д.), так и компании классического типа, связанные со страхованием личности, имущества и ответственности. В отличие от специализированных, деятельность которых регулируется особым образом, классические страховые компании, как правило, образуются и функционируют в форме акционерных обществ.

В настоящее время в России, согласно "Положению о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР", утвержденному постановлением Правительства РФ N 78 от 28.12.1991 г., участниками рынка ценных бумаг являются эмитенты ценных бумаг, инвесторы и инвестиционные институты.

Инвестиционный институт — юридическое лицо, созданное в любой допускаемой Гражданским кодексом РФ организационно-правовой форме. Он же осуществляет свою деятельность с ценными бумагами как исключительную, в качестве: посредника (финансового брокера); инвестиционного консультанта; инвестиционной компании; инвестиционного фонда.

Остановимся подробнее на деятельности инвестиционного института в качестве инвестиционного фонда и инвестиционной компании.

Деятельность инвестиционного фонда в РФ сочетается с выпуском акций с целью мобилизации денежных средств инвесторов и их вложения от имени фонда в ценные бумаги, а также на банковские счета и во вклады. При

этом все риски, связанные с такими вложениями, все доходы и убытки от измененной рыночной оценки таких вложений, в полном объеме относятся на счет владельцев (акционеров) этого фонда и реализуются от имени и за счет изменения текущей цены акций фонда.

В свою очередь, деятельность инвестиционной компании основывается на организации выпуска ценных бумаг и выдаче гарантий по их размещению в пользу третьих лиц, вложении средств в ценные бумаги, на купле-продаже ценных бумаг от своего имени и за свой счет, в том числе путем котировки ценных бумаг (объявления на определенные ценные бумаги "цены продавца" и "цены покупателя", по которым инвестиционная компания обязуется их продавать и покупать).

Инвестиционные компании формируют свои ресурсы только за счет собственных средств (средств учредителей), эмиссии собственных ценных бумаг, реализуемых юридическими лицами, но не имеют право формировать свои привлеченные ресурсы за счет средств населения.

Исходя из этих определений, можно сделать вывод, что в законодательстве нет четких различий между понятиями инвестиционный фонд и инвестиционная компания, кроме отдельных особенностей регламентации различных сторон деятельности.

Акционерные общества, не относящиеся к кредитно-финансовой сфере, ориентированы на производство и реализацию товаров и услуг. Это прежде всего промышленные, транспортные, строительные, торговые и другие предприятия.

По нашему мнению, предложенная классификационная схема поможет более глубоко осмыслить процесс становления и развития акционерных обществ в Российской Федерации. Проведенный анализ законодательной и нормативной баз позволяет реально оценить преимущества, и выявить недостатки акционерной формы собственности, перспективы ее развития.

1.3. Анализ финансовой деятельности акционерных обществ в ходе приватизационного процесса в России

В первых двух параграфах были рассмотрены концептуальные вопросы развития акционерного движения в российской экономике. В то же время углубленный анализ состояния и перспективы развития финансовых отношений не может быть сделан без соответствующего анализа практики развития АО в рамках двух взаимосвязанных процессов:

- а) экономической реформы, направленной на трансформацию существующей системы отношений;
- б) процесса массовой приватизации и становления новых организационно-экономических форм.

К сожалению в настоящее время имеет место недостаточное количество публикаций о развитии новых форм хозяйственной жизни. Это является закономерным в силу изменения положения государственной статистики, децентрализации сбора и обработки информации — перенос на специализированные ведомства типа ЦБР, Росстрахнадзора, Минфина РФ и чисто информационных агентств и компаний. Отчасти это обусловлено отсутствием общепринятых методик сбора и обработки информации и все еще слабой публичностью в освещении деятельности АО.

Дальнейший анализ сделан на основе информации, опубликованной, прежде всего, в средствах массовой информации, таких как "Экономика и жизнь", "Деловой мир", "Коммерсантъ" и ряде других изданий.

Реальная роль акционерного капитала в экономике любой страны во многом определяется движением на рынке такой важнейшей разновидности фондовых ценностей как акции. Рынок акций включает в себя два важнейших сегмента — биржевой и внебиржевой.

В России в настоящее время насчитывается большое число фондовых бирж, что составляет почти половину их мирового количества. По семь

фондовых бирж в США и Франции, в Германии и Японии — по восемь, в Великобритании — шесть, в Италии — десять. Выделяется только Индия — девятнадцать. Но ее фондовый рынок считается самым рыхлым и малоорганизованным.

Большое количество бирж не означает, что рынок ценных бумаг сформирован, скорее наоборот. В основном все ценные бумаги обращаются в России только на одной бирже. А обороты на всех фондовых биржах в России не сопоставимы с оборотами в развитых странах.

Для сравнения приведем данные об обороте фондовых бирж США и Японии (табл. 3). Как видно из данных таблицы, обороты фондовых бирж в эти странах вполне сравнимы с объемами валового внутреннего продукта и в 2-3 раза превышают объема внутренних капиталовложений.

Время простого распространения ценных бумаг прошло. По нашему мнению, в такой критический момент нужно провести аттестацию бирж, а также ввести норму (необычную в международной практике) обязывающую наиболее крупных эмитентов и их дилеров направлять часть обслуживаемых ими эмиссий для размещения и вторичного обращения на фондовой бирже.

Ни для кого не секрет, что в регионах на рынке ценных бумаг некоторые организации и даже физические лица оперируют без лицензий, только на основании договора-поручения на распространение акций от имени зарегистрированных (как правило, московских) участников рынка, гордо называя себя их официальными представителями.

Требуется своего решения и вопрос об организации взаимодействия центральных и региональных рынков и их участников. Без нормальной организации такого взаимодействия теряют и те, и другие. Для крупных организаций вопрос создания собственной дилерской и трансферт-агентской сети на сегодня — один из важнейших хотя бы потому, что, во-первых, это весомый аргумент перед эмитентом, желающим произвести крупную эмиссию, в пользу выбора основного агента; во-вторых, это возможность

через региональных представителей привлекать средства населения, проживающего в регионах, в более короткие строки и в-третьих, это возможность через своих представителей оказывать влияние на региональные рынки.

Самым крупным экономическим успехом по итогам 1993 г. явилась приватизация более 8000 крупных и средних предприятий, на которых занято было около 40% рабочей силы в промышленности, или более восьми млн. работающих по найму*.

По данным Госкомстата РФ на 1 августа 1994 г. к ним прибавилось фактически еще 14659 предприятий**. Общая стоимость имущества приватизированных предприятий за семь месяцев 1994 г. — 1642 млрд. руб., а к количеству занятых на приватизированных предприятиях прибавилось еще 4,5 млн. человек.

Доли предприятий различных форм собственности и результаты приватизации за 1-7 месяц 1994 года характеризовались следующими данными:***

!Всего! Формы собственности

!!

! муниципальная! субъектов! федераль! ! Федерации! ная

Приватизировано предприятий, единиц 14659 7140 3466 4053 путем продажи и выкупа 7729 6387 832 510 в том числе:

платежи купли-продажи

выплачено полностью 5174 4313 519 342

путем акционирования 6930 753 2634 3543 в том числе:

АО, по которым проданы

все акции, подлежащие

продаже 1487 169 625 693 Получено средств от предприятий, приватизированных в январе-июле 1994 года: в денежной форме, млрд. рублей 160,5 101,4 20,5 38,6 приватизационными чеками, тыс. штук 11577,0 413,8 1444,9 9718,3 Получено инвестиций, млн. рублей 708,6 148,2 109,0 451,4

* Попов С. Обзор экономики России. Основные тенденции развития. М.: АО Издательская группа "Прогресс" — "Универс", 1994. — с.106

** Расчитано по: Деловой экспресс. 1994. — N 38

*** Данные Госкомстата РФ на 1 августа 1994 г. Деловой экспресс, 1994. — N 38

Две третьих предприятий, которые были представлены к приватизации, - прибыльные. Среди убыточных предприятий 70% приходилось на объекты муниципальной собственности.

В первом полугодии 1994 г. в России от приватизации предприятий получено 398 млрд. руб., включая средства от предприятий, приватизированных в 1993 г.

В структуре приватизированных предприятий доля торговли, общественного питания и бытового обслуживания составляла около 50%, промышленности — 28% (где больше одной четверти — предприятия машиностроения и металлообработки), строительства — 11%, транспорта и связи — 6%.

При приватизации предпочтение отдавалось продаже предприятий на аукционах, конкурсах и путем выкупа арендованного имущества. На их долю приходилось половина приватизированных предприятий.

Приватизацию путем акционирования прошли 6930 предприятий (47% от общего числа), почти половина из них — это крупные средние предприятия федеральной собственности. Размер их уставного капитала составлял 373,8 млрд. руб. Участие государства в форме сохранения контрольного пакета акций имело место на 904 предприятиях (13% от общего числа АО).

При акционировании предпочтение отдавалось второму варианту льгот, позволяющему трудовому коллективу обладать контрольным пакетом акций. Этот вариант выбрали 65% предприятий. Первый вариант предпочли 24%, третий — 2% предприятий. Кроме того, 8% предприятий акционировались путем преобразования арендных предприятий.

В январе-июле 1994 года выпущено 537,3 млн. акций, размещенных среди работников предприятий, более половины приходилось на долю привилегированных акций типа А, передаваемых безвозмездно и акций, проданных на льготных условиях, по продажной цене, определенной

Госкомимуществом России — 31%, передано другим предприятиям и организациям — 8%. Среди выпущенных акций, передано в фонд имущества 14,5%, которые были проданы на аукционах, конкурсах, иностранным инвесторам и на инвестиционных торгах. Остались нереализованными 42% акций, выпущенных в первом полугодии.

Ваучерная приватизация закончилась. Недостаточная эффективность чековых аукционов, на наш взгляд, проявилась в том, что в среднем по России на ваучер приходилось около двух тысячерублевых акций.

В то же время анализ курсов аукционов по регионам однозначно выявил их зависимость от местонахождения предприятия (например, ваучероёмкость акций предприятий Москвы превышала аналогичный показатель по Ивановской области почти в десять раз).

По оценкам Госкомимущества, максимальным спросом пользовались предприятия пищевой, табачной, мебельной, деревообрабатывающей отраслей, гостиницы, предприятия в наиболее "престижных" регионах, а также крупнейшие (в расчете на ликвидность их акций) и небольшие (в расчете на скорейшее установление контроля).

Кроме того, опыт приватизации продемонстрировал повышенный интерес инвестиционных институтов к крупным предприятиям тепло-энергетического комплекса (ТЭК), а также производящим конкурентоспособную на мировом рынке продукцию.

Среди основных участников чековых аукционов необходимо выделить трудовые коллективы, мелких инвесторов, чековые инвестиционные фонды и крупных институциональных и частных инвесторов.

Мелкие инвесторы стремились вложить свои чеки прежде всего в предприятия, кажущиеся надежными с "обывательских" позиций. Мотивы же фондов и крупных сторонних инвесторов были крайне разнообразны: земельный участок, здание, реальная доходность предприятия, перепродажа крупного пакета акций, возможность реконструкции и увеличения

мощностей, экспортные возможности.

Участие иностранных инвесторов, которые действовали почти исключительно через посредников, оценивалось в размере 10-12% акций, выставлявшихся на аукционы. Это объяснялось многими причинами (помимо общего климата для иностранных инвестиций): неопределенность результатов аукциона, отсутствие на аукционе контрольных пакетов акций, нежелание афишировать покупку акций.

Что касалось предприятий, скупающих свои акции, то основным мотивом являлся, безусловно, контрольный пакет и по возможности любые дополнительные пакеты акций сверх него (для сохранения дивидендов "в коллективе" и из опасений потерять работу с появлением внешних собственников). Были и другие преимущества: возможность стать полноправным покупателем в приватизации при снижении доли государства в уставном капитале до 25%, выкуп земельного участка (который был возможен лишь после чековых аукционов) и т.д.

На первом этапе процесса приватизации заниженная "номинальная стоимость акций давала большие возможности для биржевой игры, отрыва продажной (рыночной) стоимости от номинала, роста биржевого курса. Для АО такое положение дел в будущем вынуждает отрабатывать тактику по поддержке курса своих акций. В дальнейшем произойдет более четкое разделение АО по сегментам фондового рынка, на биржевой и внебиржевой оборот. Крупные АО и быстро растущие будут определять лицо фондовых бирж. Для средних и мелких АО процессы движения акционерного капитала будут весьма сложными, поскольку владелец акций вряд ли сможет эффективно реализовать свои возможности.

К достаточно крупным АО, как вновь созданным, так и акционированным относятся прежде всего коммерческие банки и предприятия ТЭКа. В последнее время ситуация на биржевом рынке ценных бумаг изменилась в сторону повышения доли их акций. Акции инвестиционных компаний

практически исчезли из вторичного оборота.

За данный период коммерческие банки обеспечивали более высокими дивидендами своих акционеров. Рост котировок акций крупных коммерческих банков связан:

- а) с устойчивой их работой в условиях инфляции, которая во многом объясняется явлением перекредитования;
- б) с достаточно высоким профессионализмом работников коммерческих банков;
- в) с дефицитом денежных средств и характером расчетов.

Особое положение банков в реформируемой экономике дает им возможность использовать свое положение и достаточно грамотно распорядиться активами. Поскольку динамика уставного фонда, как правило, отстает от роста активов, то тем самым обеспечивается устойчивая доходность акций коммерческих банков, а их связь с финансовыми брокерами и дилерами дает возможность поддерживать ликвидность своих акций. Доходность и ликвидность обеспечивают устойчивые конкурентные преимущества на рынке ценных бумаг, что в свою очередь облегчает эмиссию дополнительных выпусков акций и расширение уставного капитала. Можно предположить, что при сохранении существующих тенденций акции коммерческих банков будут устойчиво котироваться и составлять львиную долю инвестиционных портфелей.

Для иллюстрации в **табл. 4** приведены основные показатели деятельности ста крупнейших коммерческих банков России по состоянию на 1 июля 1994 года.

Акции приватизированных нефинансовых предприятий в основной своей массе пока мало привлекательны по следующим причинам:

- 1) низкая доходность как следствие инфляционных процессов;
- 2) низкая ликвидность акций, обусловленная слабо развитым вторичным рынком ценных бумаг; частичной нехваткой профессиональных

маркет-мейклеров, финансовых посредников; отсутствием полных сведений о деятельности акционерных обществ.

В первой главе мы рассмотрели АО как основную организационно-экономическую форму предприятий. Постарались также рассмотреть АО по классификационным признакам, отражающим организационно правовые и экономические аспекты их деятельности.

В ходе этого исследования больше внимания было уделено обществам финансово-кредитной сферы.

В заключение мы сделали краткий анализ финансовой стороны деятельности АО в ходе приватизационного процесса в России, основываясь на данных, опубликованных в средствах массовой информации.

Результаты этого исследования, по нашему мнению, помогут более глубоко разобраться в происходящих в стране преобразованиях и осознать необходимость дальнейшего продвижения реформ, их необратимость.

ГЛАВА 2. ПРОБЛЕМЫ ФИНАНСОВОЙ СТРАТЕГИИ В АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВАХ

2.1. Финансовое планирование — основа стратегии акционерных обществ

Выше нами были уже рассмотрены проблемы, которые характерны для непроизводственного сектора экономики России в переходный период его развития. Теперь мы сакцентрируем свое внимание на производственной сфере. Состояние финансов в ней во многом определяет какими темпами будет идти продвижение страны в направлении рынка. При этом мы не умоляем достоинств и важности значения финансово-кредитной сферы. Мы также попытаемся всесторонне рассмотреть финансы акционерных обществ, учитывая при этом интересы кредитно-финансовых институтов, налоговых органов и индивидуальных инвесторов.

Ведь именно экономика рыночного типа представляет возможность всем хозяйствующим и частным субъектам эффективно вкладывать средства, сохранять их от инфляции и получать дивиденды, то есть преумножать их (средства).

Современное состояние экономики в России можно характеризовать как сложное: спад производства; очередные витки падения курса рубля; дефицит бюджета и безработица.

Приведем оценку инвестиционной привлекательности отраслей промышленности в 1993 — начало 1994 г. по следующим показателям: — отношение рентабельности по реализованной продукции к рентабельности по произведенной;

- новизна фондов (показатель, обратный степени их износа);
- норма прибыли к капиталу;
- нетто-задолженность (отношение просроченных кредиторской и

дебиторской задолженностей), отражающая потенциальную кредитоспособность отрасли;

- уровень загрузки оборудования;
- темп роста цен на продукцию отрасли при прочих равных: чем выше индекс цен, тем больший спрос на продукцию отрасли;
- абсолютный уровень заработной платы;
- темп спада в отрасли;
- экспортоспособность (доля экспорта в валовой продукции);
- конкуренция со стороны импорта и импортозависимость (отношение объема импорта соответствующих товаров к объему производства в отрасли).

Результаты анализа (табл. 5) свидетельствуют, что лидирующую группу возглавили следующие отрасли: пищевая промышленность, производство строительных материалов и сырьевые — газовая, нефтедобывающая и металлургия. Анализ инвестиционной привлекательности отраслей, демонстрирует тот факт, что инвесторы переоценили одни и недооценили другие. Законы рыночной экономики предусматривают приоритет потенциально эффективных производств и одно из его правил гласит: начать быстро скупать акции недооцененных отраслей — с той целью, чтобы дожидаться момента заинтересованности в них крупных инвесторов — и продать им эти акции.

Недооценка инвесторами металлургии, нефтегазового комплекса, пищевой промышленности и переоценка переработки сырья (нефти) в 1993 г. были возможно ошибочны. Было бы разумнее переждать пик конкурентной борьбы, а затем, видя у владельцев недостаток капитала, выкупить контрольный пакет акций, и уже тогда сделать необходимые капиталовложения.

Таким образом, учет конъюнктуры рынка позволяет эффективно вкладывать инвестиции в потенциально прибыльные отрасли.

Далее мы рассмотрим более подробно планирование финансовой деятельности и общую оценку финансового состояния АО производственного комплекса. Так как это позволяет сделать правильный выбор отрасли для инвестирования.

Финансовый план является важнейшей составной частью при разработке применяемого на современном этапе в России (как и во всем мире) бизнес-плана.

Создаваемые в России новые АО производственной (и непроизводственной) сферы часто не подкреплены наличием соответствующей методологии формирования их финансового обеспечения. Многие предпринимательские структуры (в том числе АО) только на втором этапе своего развития приступают к выработке концепции и стратегии развития. Результаты такой деятельности ощущают налоговые органы. В некоторых случаях не функционирующими оказываются 10-15% от общего числа зарегистрированных предприятий.

Риск банкротств для вновь созданных АО особенно велик в первые 3-5 лет, о чем свидетельствует и мировая практика, поэтому вопросы финансового планирования наряду с требованием банковских гарантий, реального залога, страхования занимают важное место в экономической деятельности акционерного общества.

В зарубежной практике предусмотрена стандартная методика составления финансового плана. В нее включают следующие прогнозные показатели:

- объем продаж (продукции и услуг);
- объемы денежных поступлений и расходов;
- баланс активов и пассивов.

Рассмотрим их более подробно.

Прогноз и денежная оценка объемов реализации предусматривает анализ сферы деятельности АО на рынке. Обычно он составляется на три

года вперед, причем для первого года данные приводятся ежемесячно, для второго поквартально, третий год приводится общей суммой продаж за двенадцать месяцев.

Прогноз денежных доходов и поступлений подтверждает синхронность поступления и расходования денежных средств, то есть ликвидность акционерного общества. В нем приводится оценка сумм вложений средств и поступлений от реализации продукции по статьям.

Прогнозный баланс активов и пассивов предприятия представляет собой самый серьезный раздел финансового плана и служит для оценки объема сумм в активах разных типов, и размера финансирования пассивов. При этом структура прогнозного баланса должна соответствовать структуре отчетного.

Особое место в финансовом планировании имеет расчет достижения безубыточности АО, то есть предельной величины выручки от реализации,* при которой хозяйствующий субъект уже не имеет убытков, но еще не имеет и прибыли.

Объем продаж, при котором операционная прибыль (т.е. доход после вычета условно-переменных и условно-постоянных расходов) равна нулю, называется порогом рентабельности или точкой безубыточности:

$ОП = ВП - ОР = 0$ /1/, где ОП — операционная прибыль;

ВП — валовая прибыль;

ОР — операционные расходы (условнопостоянные).

Условно-постоянные (непропорциональные или фиксированные) расходы — они не следуют за динамикой объема производства. К таким расходам относятся: амортизационные отчисления, проценты за кредит, арендная плата, оклады управленческих работников.

Смешанные расходы состоят из постоянной и переменной частей расходов: почтовые и телеграфные расходы, затраты на текущий ремонт оборудования и др. _____

* В настоящей работе для простоты изложения предполагается, что величина себестоимости продаж равна сумме условно-переменных расходов, а величина операционных расходов — условно-постоянным. Условно-переменные (пропорциональные) расходы — они возрастают либо уменьшаются пропорционально объему производства. Это расходы на: закупку сырья и материалов, потребление электроэнергии, транспортные издержки, торгово-комиссионные и др.

Коэффициент валовой прибыли равен:

$K_{вп} = (П - СП) / П$ /2/, где П — продажи;

СП — себестоимость продаж.

Преобразуем выражение /1/ к следующему виду:

$ОП = ПР \times K_{вп} - ОР = О$, где ПР — порог рентабельности.

Тогда: $ПР = ОР / K_{вп}$ /4/.

Из выражения /1/ следует, что в точке безубыточности величина валовой прибыли равна условно-постоянным затратам.

Запас финансовой устойчивости определяется как разность между объемом продаж и порогом рентабельности. Обозначим его через Зфу. Тогда в денежном измерении:

$Зфу = П - ПР$ /5/.

В относительном измерении:

$П - ПР$

$Зфу = \frac{П - ПР}{П}$

$ПР$

В случае, если запас финансовой прочности соответствует примерно десяти процентам выручки от реализации (исходя из зарубежного опыта), можно говорить, что акционерное общество способно выдержать десятипроцентное снижение выручки от реализации без серьезной угрозы для своего финансового положения.

Следует отметить, что при расчете объема производства, обес-

печивающего безубыточность, необходимо:

- исходить из критических объемов реализации;
- производить расчет для нескольких уровней возможной цены реализации с тем, чтобы дать кредиторам возможность оценить влияние условий рынка на рентабельность и финансовое положение АО.

Итогом процесса финансового планирования является выработка "стратегии финансирования".

При этом возникает вопрос об источниках инвестиций. Речь идет о том, какую долю привлечь в виде дополнительного выпуска акций. Однозначного решения вопроса оптимального соотношения двух источников финансирования не существует, так как все зависит от условий функционирования АО: конкурентоспособности, рентабельности, привлекательности, отрасли и др.

Например, если АО имеет большой удельный вес заемных источников, то это может привести к увеличению степени риска. Тогда положительные результаты от инвестиций АО могут быть сведены на нет плохим источником финансирования.

Рассматривая эту проблему с рыночных позиций, следует отметить, что если решение по выбору источников финансирования правильное, то рынок, как правило, реагирует положительно и соответственно цены акций могут существенно увеличиться.

Обобщая все вышесказанное, можно утверждать, что одна лишь структурная перестройка финансов может повлиять на рыночную стоимость акций, но часто есть возможность изменить структуру капитала АО, не делая дополнительных инвестиций.

Финансирование через кредиты предпочтительно для проектов, связанных с расширением производства на уже действующих предприятиях. Оно предпочтительнее тем, что банки не будут требовать повышения платы за кредиты со стороны предприятий, так как риск вложений здесь не

слишком велик, с другой стороны — нет больших проблем с материальным обеспечением кредитов, так как в его качестве могут выступать уже имеющиеся активы.

Акционерный капитал предпочтительнее для проектов, связанных с созданием нового предприятия или реализацией технического новшества, поскольку привлечение кредитов требует жесткого соблюдения календарного графика выплат.

АО, осуществляющее новый выпуск акций, в первые годы вообще может не выплачивать дивидендов, и это не вызовет возражений акционеров, при условии, если прибыль инвестируется в производственную деятельность, что в свою очередь приводит к повышению курса акций и укреплению позиций акционерного общества на рынке. Но, при этом, существует опасность лишиться контрольного пакета акций.

Для оценки решений по выбору источников финансирования необходимо изучение статистических данных о структуре капитала АО примерно такого же размера и выработка "стратегии гибкости". Вообще же трудно точно предсказать оптимальные пропорции в финансовой структуре капитала АО.

Российская экономическая теория рассматривает понятие финансовой деятельности АО, как часть хозяйственной деятельности, которая включает в себя все денежные отношения, связанные с производством и реализацией продукции, воспроизводством основных и оборотных фондов, образованием и использованием доходов.

В связи с этим, деятельность АО в конечном итоге направлена на улучшение показателей его работы. Финансовое состояние АО представляет собой совокупность показателей, отражающих наличие, размещение и использование финансовых ресурсов, которые мы рассмотрим далее. Финансовая деятельность включает в себя организованное планирование финансов.

Финансовое планирование является крайне необходимым в финансовой деятельности АО, так как только оно позволяет определить оптимальное соотношение расходов и доходов.

Наряду с перспективным планированием финансовой деятельности АО на срок от 3-х до 5 лет, составляется среднесрочный план, который касается 2-х следующих направлений: реализации товаров и капиталовложений на предстоящий год и текущий в рамках одного года (отчетного).

Рассмотрим более подробно планирование доходов и расходов на предстоящий период.

Этот процесс осуществляется обычно в последней четверти отчетного года, исходя из тенденций предыдущих лет и из перспективных обзоров рынка. При этом по каждому виду товара определяется сумма балансового дохода и уровень издержек обращения. Помимо чисто финансовых планов определяется торговая политика АО на предстоящий год.

При осуществлении текущего планирования в пределах отчетного года проводится ежеквартальный анализ и контроль за исполнением заданий и бюджетов, корректировка в разрезе реализации, расходов и финансового состояния акционерного общества.

Текущее планирование базируется на отчетности разных видов, которая фиксирует деятельность АО за разные периоды времени, в том числе: ежедневной; еженедельной; ежемесячной; годовой и полугодовой. При этом идет составление промежуточных балансов и их анализ в соотношении к плановым показателям.

Базой для годовых заданий по коммерческой и финансовой — хозяйственной деятельности АО являются следующие формы:

- 1) баланс доходов и расходов;
- 2) задание на реализацию экспортных товаров и услуг;
- 3) задание на поставку импортных товаров;
- 4) бюджет издержек обращения общества;

- 5) капитальные вложения и источники финансирования;
- 6) бюджет затрат на услуги и вспомогательное производство.

При планировании финансовой деятельности АО членам его Правления важно определить цели и задачи перспективного планирования. К их числу, в большинстве случаев, относятся следующие:

- ликвидация недостатка собственных средств в обороте;
- сокращение расходов на содержание акционерного общества;
- увеличение эффективности сделок на внутреннем рынке за счет снижения себестоимости товара и ускорения оборачиваемости складских запасов;
- обеспечение дебиторской задолженности надлежащими гарантиями платежа;
- сокращение средних сроков коммерческого кредита, предоставляемого покупателям;
- мероприятия, улучшающие коммерческую и финансовую деятельность АО по решениям балансовых комиссий.

В соответствии с поставленными целями вырабатываемая стратегия деятельности акционерных обществ должна обеспечиваться средствами, необходимыми для выполнения указанных задач. При этом возможно либо привлечение сторонних средств, либо использование собственных ресурсов. Для акционеров это имеет особенно важное значение, так как использование чистой прибыли для обеспечения нормального функционирования АО и развития его деятельности уменьшает долю дивидендов, выплачиваемых держателям акций. По — этому именно вопросам планирования и анализа, составлению бизнес — плана АО уделяется особое внимание.

Важнейшими объектами финансового планирования являются:

- выручка от реализации продукции;
- формирование и использование прибыли;
- необходимый объем оборотных средств и источники их покрытия;

— взаимоотношения с бюджетом, банками и страховыми организациями.

В акционерных обществах целесообразным является составление годового финансового плана. Однако в настоящей ситуации, в условиях финансовой нестабильности и инфляции, нереально составление годового финансового плана, поэтому составление ежеквартальных финансовых планов является более приемлемым.

В доходной части финансового плана показываются планируемая прибыль, начисляемый износ, выручка от реализации выбывшего имущества, другие доходы.

В расходной части — суммы налоговых платежей, уплата процентов за банковский кредит (в части, причитающийся в соответствии с действующим порядком за счет прибыли), уплата страховых взносов (не включаемых в себестоимость), сумма чистой прибыли и направление ее использования (накопление, потребление и резервный фонд).

Оперативное финансовое планирование включает составление и исполнение платежного календаря. Он составляется по всем статьям денежных поступлений и расходов, проходящих через расчетный и другие счета, и позволяет определить степень обеспеченности за счет собственных и заемных финансовых ресурсов, выполнение всех обязательств по платежам.

Доходы и расходы в платежном календаре должны быть сбалансированы. В случае, если денежные поступления превышают расходы, в балансе отражаются денежные сбережения (остаток средств на счетах в банках), что свидетельствует о финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия.

Превышение планируемых расходов над ожидаемыми поступлениями (вместе с переходящим остатком средств на счетах) указывает на недостаточность собственных возможностей для их покрытия.

Также важным является составление кассового плана акционерного

общества. Своевременная обеспеченность наличными денежными средствами характеризует состояние финансов и одну из сторон платежеспособности АО.

Исходными данными для составления кассового плана являются: предполагаемые выплаты по фонду оплаты труда (ФОТ) и фонду потребления (ФП) в части средств, не входящих в ФОТ; информация о продаже материальных ресурсов или продукции работникам, о прочих поступлениях и выплатах наличными деньгами; сведения о сумме подоходного налога, а также календарь выдачи заработной платы и приравненных к ней платежей.

Сопоставление фактических данных с предусмотренными данными кассового плана дает основания для принятия мер по устранению расходов.

В дополнении к финансовому планированию в акционерных обществах ведется текущая аналитическая работа по следующим направлениям:

1. При анализе состояния и использования производственных фондов в качестве показателей эффективности используются:

— оборачиваемость основных производственных фондов;

Выручка от реализации

Об = ;

Средняя остаточная стоимость основных фондов

— рентабельность,

Балансовая или Чистая прибыль (%)

Р = ;

Средняя стоимость основных фондов

— эффективность капитальных вложений,

Выручка от реализации или прибыль

$\Xi = .$

Стоимость основных производственных фондов,
подлежащих вводу в эксплуатацию при достижении ими проектной
мощности

2. При анализе состояния и оборачиваемости оборотных средств определяется обоснованность величины запасов товарно — материальных ценностей. В настоящих условиях трудно определить их величину. при проведении анализа устанавливается, в какой степени фактические запасы превышают обоснованные.

3. Кроме этого производится текущий анализ состояния источников собственных средств (прибыль, износ и прочее).

4. При анализе отгрузки и реализации продукции проводится контроль за поступлением средств покупателей и заказчиков за отгруженную продукцию после сдачи в банк платежных документов. Это позволяет регулировать взаимоотношения с покупателями и оценивать спрос на продукцию предприятия и на этой основе регулировать ассортимент с учетом спроса.

5. При анализе хода выполнения договоров поставок оценивается целесообразность тех или иных поставок, определяются источники оплаты счетов поставщиков.

6. При анализе формирования себестоимости продукции выделяются текущие изменения цен на материальные ресурсы и другие факторы, влияющие на себестоимость.

7. Анализ накладных расходов производится отдельно по их условно — постоянной и условно — переменной частям.

8. Анализ себестоимости проводится либо по статьям, либо по

элементам затрат. При этом используется перечень затрат, который дан в Положении о составе затрат по производству и реализации продукции (работ, услуг), включаемых в себестоимость продукции (работ, услуг).

На Западе широко распространена и применяется система разделения производственной себестоимости (Директ — костинг) на затраты, являющиеся постоянными и затраты, которые изменяются пропорционально изменению объема она дает возможность оперативно контролировать постоянные расходы, так как часто в процессе контроля за себестоимостью используются нормативные (стандартные) затраты (то есть Директ — костинг организуется в сочетании со стандарткостинг), или гибкие сметы.

Сейчас директ — костинг применяется в нескольких вариантах:

— классический директ — костинг, предполагающий калькулирование по прямым (основным) затратам. Система переменных затрат при этом калькулировании осуществляется по переменным затратам, в которые входят прямые расходы и переменные (косвенные) расходы;

— система учета затрат в зависимости от загрузки производственных мощностей — в калькуляцию включаются все переменные расходы и часть постоянных, определяемых в соответствии с коэффициентом использования производственной мощности.

Анализ себестоимости по элементам затрат более эффективен в современных условиях, так как при этом гораздо легче проследить изменение размеров двух элементов ФОТ и отчислений в Пенсионный фонд, Фонд социального страхования, Фонды медицинского страхования и Государственный Фонд занятости.

При анализе формирования прибыли и рентабельности по каждому наименованию продукции или группе однородных изделий учитываются объем реализации за день и нарастающие итоги с начала месяца, определяется влияние на прибыль объема реализации и ассортиментных сдвигов. По данным оперативного учета рассчитывается себестоимость

реализованной продукции.

При анализе выполнения доходной и расходной части финансового плана проводится сравнение полученных доходов с произведенными расходами с предусмотренными в финансовом плане статьями.

Отклонения демонстрируют ухудшение или улучшение финансового состояния и необходимость реагирования руководства на это.

В случае ухудшения финансового состояния АО акционеры не сочтут целесообразным дальнейшее вложение средств в это предприятие.

Таким образом анализ финансового состояния АО является не простым фиксированием показателей, а позволяет эффективно управлять своими финансами.

2.2. Характеристика показателей финансового состояния акционерных обществ

В данном параграфе мы рассмотрим характеристику системы показателей, отражающих финансовое состояние АО, и оказывающих влияние на договорные отношения с партнерами.

Финансовое состояние предприятия выражается системой показателей, которые условно делятся на четыре группы:

- 1) показатели, необходимые для налоговых органов;
- 2) показатели банков и прочих кредиторов;
- 3) показатели для деловых партнеров акционерного общества;
- 4) показатели для акционеров.

Налоговым органам важно знать насколько АО способно к выполнению налоговых обязательств. Поэтому налоговые органы интересуют следующие показатели:

- балансовая прибыль;
- рентабельность активов (балансовая прибыль к стоимости активов в

процентах);

— рентабельность реализации (балансовая прибыль к выручке от реализации в процентах);

— балансовая прибыль на один рубль средств на оплату труда (налог на превышение нормированной величины заработной платы).

В соответствии с этими показателями налоговые органы определяют поступления в бюджет на перспективу — с учетом изменений стоимости активов, объема реализации, фонда оплаты труда.

В платежеспособности акционерных обществ заинтересованы кредиторы. У устойчивого в финансовом отношении АО сумма оборотных средств должна быть значительно выше размера задолженности.

Таким образом платежеспособность означает:

— способность АО погасить долги в случае одновременного предъявления требования о платежах всех его кредиторов;

— наличие у АО средств, достаточных для уплаты долгов по обязательствам и одновременного бесперебойного осуществления процесса производства и реализации продукции.

Показателем платежеспособности выступает ее уровень:

Ликвидные оборотные средства

Пл = .

Сумма краткосрочной задолженности

Ликвидные оборотные средства включают данные второго и третьего разделов актива баланса за вычетом расходов будущих периодов и прочих активов, поскольку эти средства не могут быть превращены в деньги для погашения долгов.

Существует примерный нормативный показатель — "общий коэффициент покрытия". В условиях нестабильной экономической ситуации его

минимальная величина оценивается выше трех — четырех.

$$Kp + Mn + Db$$

$$K = ,$$

$$1 Kp$$

где K — общий коэффициент покрытия;

1

Mn — материальные ресурсы, необходимые для бесперебойного ведения производственного процесса

Db — безнадежная дебиторская задолженность;

Kp — величина краткосрочной задолженности всех видов.

Существует прямая зависимость между нормативным общим коэффициентом покрытия и скоростью оборота оборотных средств. В настоящее время, когда цены свободные, запасы товарно — материальных ценностей (ТМЦ) регламентируются лишь наличием у покупателя источников для их приобретения, существует такая зависимость в большей или меньшей степени.

Кроме общего коэффициента покрытия платежеспособность измеряется:

— коэффициентом абсолютной ликвидности:

$$Dc$$

$$K = , \text{ где } Dc \text{ — денежные средства;}$$

$$2 Kp \text{ задол. } Kp3 \text{ — краткосрочная задолженность.}$$

— промежуточным коэффициентом покрытия:

$D_c + D_z$

$K =$, где D_c — денежные средства;

$3 K_p з с D_z$ — дебиторская задолженность;

$K_p з с$ — краткосрочные заемные средства,

— коэффициентом чистой выручки:

$I_n + ЧП$

$K =$, где I_n — начисленный за определенный период

$4 В$ износ;

$ЧП$ — чистая прибыль;

$В$ — выручка от реализации.

Во взаимоотношениях с партнерами важное место, кроме платежеспособности АО, отводится его финансовой устойчивости, как критерию надежности.

Показатели финансовой устойчивости характеризуют состояние и структуру активов АО и обеспеченность их источниками покрытия. Они делятся на две группы:

1) показатели, определяющие состояние оборотных средств;

2) показатели, определяющие состояние основных средств.

Состояние оборотных средств отражается следующими коэффициентами:

— обеспеченность материальных запасов собственными оборотными средствами (1);

— коэффициент маневренности собственных оборотных средств (2).

Состояние основных средств измеряется:

— индексом постоянного актива (3);

— коэффициентом долгосрочного привлечения заемных средств (4);

- коэффициентом накопления износа (5);
- коэффициентом реальной стоимости имущества (6).

Помимо этого финансовая устойчивость отражается еще двумя коэффициентами:

- коэффициентом автономии (7);
- коэффициентом отношения заемных и собственных средств (8).

1. Обеспеченность материальных запасов собственными оборотными средствами:

Собственные оборотные средства

$K_{об} = .$

Материальные запасы

2. Коэффициент маневренности:

Собственные оборотные средства

$K_{м} = .$

Все источники собственных оборотных средств

Нужно отметить, что единых нормативных значений названных коэффициентов не существует (для различных предприятий они разные).

Уровень обеспеченности материальных запасов собственными оборотными средствами оценивается в зависимости от состояния материальных запасов. При недостаточности у предприятия материальных запасов для бесперебойного осуществления деятельности, этот показатель может быть выше единицы, но это не будет служить признаком хорошего финансового состояния.

С финансовой точки зрения — чем выше коэффициента маневренности, тем лучше финансовое состояние.

3. Индекс постоянного актива:

Основные средства + Внеоборотные активы

$I = \frac{\text{Основн. средства} + \text{Внеоборотные активы}}{\text{Собственные средства}}$

Собственные средства

4. Коэффициент долгосрочного привлечения заемных средств:

D_k

$K = \frac{D_k}{C_c}$, где D_k — долгосрочные кредиты;

C_c — собственные средства.

5. Коэффициент накопления износа:

Начисленная сумма износа

$K_i = \frac{\text{Начисленная сумма износа}}{\text{Первоначальная балансовая стоимость основных средств}}$

Первоначальная балансовая стоимость основных средств

6. Коэффициент реальной стоимости имущества является важным коэффициентом, характеризующим финансовую устойчивость:

Основные средства (остаточная стоимость) + производственные запасы + МБП + незавершенное строительство

$K = \frac{\text{Основные средства (остаточная стоимость) + производственные запасы + МБП + незавершенное строительство}}{\text{Стоимость активов предприятия (валюта баланса)}}$

стоимость активов предприятия (валюта баланса)

Этот коэффициент определяет уровень производственного потенциала предприятия, обеспеченность производственного процесса средствами производства, поэтому он важен при заключении договорных соглашений. Ориентировочным нормативом может служить значение этого коэффициента

равное 0,5. Этот коэффициент заслуживает более тщательного рассмотрения. Стоимость имущества характеризует масштабы деятельности предприятия и степень его надежности. Часть имущества, которая не является средствами производства, состоит из долгосрочных финансовых вложений, капитальных вложений, остатков готовой продукции, денежных средств и средств в расчетах. Цены также влияют и на средства производства, и на другие элементы имущества.

Исключение составляет часть основных средств, которые не приобретены по ценам 1992/93 года, а подвергались переоценке. В результате стоимость этой части основных средств занижена, и если доля таких средств в имуществе АО велика, то значение коэффициента ниже 0,5 может считаться нормальным.

Другие причины низкого уровня этого коэффициента:

- большая величина долгосрочных финансовых вложений или капитальных вложений;
- значительные остатки готовой продукции на складе;
- большая дебиторская задолженность.

Все они (кроме последних двух, которые с экономической точки зрения объяснимы) отрицательно характеризуют финансовое состояние акционерного общества. Причины низкого уровня коэффициента реальной стоимости могут быть и в состоянии средств производства — недостаточность основных средств, и в производственных запасах.

Если значение коэффициента приближается к единице это не всегда хорошо с финансовой точки зрения.

Причинами этого могут быть:

- изменены производственные запасы;
- неиспользуемые основные средства;
- небольшая кредиторская задолженность.

Если же нарушается структура, и большая часть активов состоит

только из средств производства, то нарушается нормальный кругооборот средств. Очень высокий коэффициент реальной стоимости, больше 0,5, также не означает высокую финансовую устойчивость предприятия.

Общая характеристика финансовой устойчивости предприятия может оцениваться с помощью:

- коэффициента автономии;
- коэффициента соотношения собственных и заемных средств.

Для оценки финансовой устойчивости можно пользоваться одним из них.

Приведем расчет коэффициента обеспеченности запасов предприятия собственными оборотными средствами:

Показатели		!		Предприятия	
!		N		1	
!		N		2	
1	!	2	!	3	!

Структура активов

1.1. Основные средства и внеоборотные активы 30 10 1.2.
 Материальные оборотные активы 50 40 1.3. Денежные средства 5 20 1.4.
 Средства в расчетах 15 30

Итого активов 100 100

2. Структура пассивов 2.1. Собственные средства 50 50 2.2. Заемные
 средства 50 50

Итого пассивов 100 100

3. Коэффициент соотношения заемных

и собственных средств (стр. 2.2:

стр. 2.3) 0,5 0,5

4. Коэффициента обеспеченности
запасов собственными оборотными
средствами
стр. 2.1 — стр. 1.1.

стр.	1.2	0,4	1,0
------	-----	-----	-----

Таким образом, при одном и том же коэффициенте соотношения собственных и заемных средств из-за разной структуры имущества резко различается коэффициент обеспеченности запасов собственными оборотными средствами.

Исходя из этого, соотношение заемных и собственных средств первого предприятия слишком высокое — собственных средств ему нужно больше, а у второго его можно считать нормальным, так как все материальные запасы обеспечены собственными средствами.

У обоих предприятий достаточно высок коэффициент реальной стоимости имущества (приблизительно 0,3 и 0,5).

У обоих предприятий оборачиваемость дебиторской задолженности выше оборачиваемости материальных оборотных средств, так как дебиторская задолженность в обоих случаях занимает меньший удельный вес в имуществе, чем материальные оборотные средства.

Нормальный коэффициент соотношения заемных и собственных средств у первого предприятия равен:

$$\begin{aligned}
 &100 - 50 - 30 + 20 \\
 &= 0,67; \\
 &50 + 30 - 20
 \end{aligned}$$

у второго предприятия:

$$100 - 40 - 10 + 20 = 1,5.$$

40

Таким образом допустимый коэффициент соотношения заемных и собственных средств зависит от показателей:

- а) доля в имуществе основных средств и внеоборотных активов и запасов ТМЦ;
- б) уровень коэффициента долгосрочного привлечения заемных средств;
- в) уровень коэффициента обеспеченности запасов собственными оборотными средствами.

Следует отметить, что для установления оценки финансовой устойчивости целесообразно анализировать динамику*, а не абсолютный уровень коэффициентов. _____

* Данная динамика будет рассмотрена нами в главе N 3.

Из всего выше сказанного можно сделать ряд выводов:

1. На предприятии невозможно улучшение всех коэффициентов финансовой устойчивости: некоторые из них могут расти только за счет снижения других. Например, высокий темп роста собственных оборотных средств ухудшает динамику долгосрочного привлечения заемных средств, но улучшает динамику коэффициента соотношения заемных и собственных средств.

2. Каждый коэффициент финансовой устойчивости имеет самостоятельное значение и в конкретной ситуации могут быть необходимы не все, а некоторые из них.

3. При общей оценке динамики финансового состояния, можно ис-

пользовать формулу:

$$(1 + 2K_d + K_o + 1/K_z + K_r + K_n) \times 2$$

$$\Phi_y = \frac{\dots}{\dots} = 1,$$

$$(1 + 2K_d + K_o + 1/K_z + K_r + K_n) \times 1$$

где Φ_y — изменение финансовой устойчивости предприятия в текущем периоде по сравнению с предыдущим;

K_d — коэффициент долгосрочного привлечения заемных средств;

K_o — коэффициент обеспеченности запасов собственными оборотными средствами;

K_z — коэффициент соотношения заемных и собственных средств;

K_r — коэффициент реальной стоимости имущества;

K_n — индекс постоянного актива;

индексы "1" и "2" — принадлежность показателя к предыдущему или анализируемому периоду.

Положительное значение $\Phi_y(+)$ означает увеличение финансовой устойчивости, отрицательное (-) — снижение. Таким образом Φ_y демонстрирует, в какой мере выросла или снизилась финансовая устойчивость акционерного общества.

Рассмотрим вопрос о целесообразности вложенных средств в данное АО.

Инвесторов интересуют показатели, влияющие на доходность капитала акционерного общества, курс акций и уровень дивидендов.

Доходность капитала или его рентабельность определяется:

БП

$R = \frac{\dots}{\dots}$, где R — рентабельность;

$A_{БП}$ — балансовая прибыль;

A — стоимость активов АО.

Рассмотрим показатель рентабельности активов как показатель, производный от выручки от реализации, приходящийся на 1 рубль их стоимости.

$\text{БР} = \frac{\text{БП}}{\text{А}}$

где БП — балансовая прибыль;

А — средняя стоимость активов;

Р — выручка от реализации продукции.

Рентабельность капитала повышается при неизменной рентабельности реализованной продукции и росте объема реализации, опережающим увеличением стоимости активов, то есть ускорением оборачиваемости активов.

При неизменной оборачиваемости активов рентабельность капитала может расти за счет роста рентабельности реализации.

Более точно можно измерить степень инвестиционной привлекательности уровнем его чистой рентабельности:

$\text{УР} = \frac{\text{ЧП}}{\text{А}}$

где УР — уровень чистой рентабельности;

ЧП — чистая прибыль АО;

А — средняя стоимость активов.

Определение дивидендов в расчете на акцию, производится только исходя из чистой прибыли, остающейся в распоряжении акционерного общества.

Уровень дивидендов зависит от величины прибыли, от того, какую ее часть решено направить на выплату дивидендов, а также от установленного уровня дивидендов по привилегированным акциям и их доли в общем количестве акций, выпущенных АО.

Например: Чистая прибыль (ЧП), направляемая на выплату дивидендов — 5000 тысяч рублей. В обращении находится 10000 акций номиналом 1000 руб. каждая, из них 2500 — привилегированные. Установленный дивиденд по привилегированным акциям — 80 процентов.

Следовательно, выплата дивидендов по привилегированным акциям должна составлять 2000 тыс. руб.

Дивиденды на обыкновенную акцию равны:

$$5000 - 2000$$

$$\times 100 = 39\%.$$

$$10000 - 2500$$

Нужно отметить, что при незначительных изменениях ЧП, направленной на выплату дивидендов, уровень дивидендов на обыкновенную акцию будет тем больше подвергнут колебаниям, чем больше доля привилегированных акций в составе общего пакета акций.

Но акционеров интересует еще и курс акций, который в свою очередь зависит от целого ряда финансовых показателей акционерного общества, а также от складывающейся конъюнктуры на рынке ценных бумаг.

Наиболее простой из них — соотношение уровня дивидендов, выплачиваемых по обыкновенным акциям и ставки банковского процента по депозитам. курс акций при этом равен произведению этого соотношения на номинальную цену акции.

Но, доля прибыли, направляемая на выплату дивидендов — величина нестабильная, поэтому более точно курс акций определяется, исходя из возможностей АО по выплате дивидендов. Для этого рассчитывается ЧП на одну обыкновенную акцию, но не на определенную дату, а в течении нескольких периодов.

Например: ЧП акционерного общества равен 10000 тыс. руб. В

обращении находится 10000 акций номиналом 1000 руб. каждая, из них 2500 — привилегированные. По ним объявленный дивиденд равен 80 процентам.

Возможный уровень дивидендов по обыкновенным акциям равен:

2500

10000 — x 80%

100%

x 100% = 106,7%.

7500

Уровень дивидендов по обыкновенным акциям получился выше, чем по привилегированным.

Средний уровень дивидендов который надо рассчитать в этом случае на все акции:

10000

x 100% = 100%.

10000

При использовании всей чистой прибыли на выплату дивидендов они составили по всем видам акций 100% процентов.

Если уровень дивидендов можно считать условно — постоянный, то он служит ориентиром для оценки курса акций путем его сопоставления со ставкой банковского процента по депозитам.

При этом, в расчет берется вся чистая прибыль, а не только остающаяся в свободном распоряжении. Она может изменяться в зависимости от перспективной деятельности акционерного общества.

Таким образом, максимальный уровень дивидендов зависит от величины чистой прибыли, количества привилегированных акций и объяв-

ленного на них дивиденда.

Существует взаимосвязь и выражается она в следующем: чем больше доля привилегированных акций и чем выше объявленный на них уровень дивиденда, тем ниже курс обыкновенной акции.

АО с одинаковой чистой прибылью, но разным уровнем дивидендов по привилегированным акциям при прочих равных уровнях будут иметь разную курсовую стоимость акций.

Другим фактором, влияющим на курсовую стоимость акций, выступает стоимость чистых активов в расчете на одну обыкновенную акцию.

Величина чистых Все активы Нематериальные активы, заактивов = АО
— емные источники средств —

Номинальная стоимость — привилегированных акций.

При расчете уровня дивидендов по обыкновенным акциям на перспективу используется коэффициент выплаты дивидендов:

ЧП

$K_v = \frac{ЧП_v}{ЧП}$, где K_v — коэффициент выплаты дивидендов;

ЧПп ЧПв — чистая прибыль, выплаченная в виде дивидендов;

ЧПп — вся чистая прибыль, полученная по обыкновенным акциям.

Чем ниже коэффициент выплаты дивидендов, тем большую часть прибыли АО используют на другие цели. и чем он ниже, тем больше перспективы роста дивидендов по обыкновенным акциям, и как следствие курса акций.

При развитой системе рынка ценных бумаг применяется еще один показатель, оценивающий курс акций. Он представляет собой отношение

курса акции к размеру дивидендов на акцию.

Курс акций формируется под влиянием причин рыночного характера, а не только под влиянием уровня дивидендов на акцию. Если воспользоваться зависимостью курса акций только от их номинала, дивидендов и уровня банковского процента, то ее можно представить в следующем виде:

$$D \times 100$$

$A_k = A_n \times \dots$, где A — курсовая цена акции;

$n \times B_n A_n$ — номинальная цена акции;

D — сумма дивидендов, выплачиваемых на обыкновенную акцию;

n — число выпущенных обыкновенных акций;

B_n — уровень банковского процента по депозитам.

Таким образом, если бы курс акций формировался только в зависимости от ее номинала и соотношения дивидендов на акцию, то отношение курса акций к размеру дивидендов во всех случаях были бы равны номиналу, деленному на уровень банковского процента по депозитам.

если акция продается, например, по цене 2000 руб. и приносит дивиденд 500 руб., значит эта акция продается по курсу, в четыре раза превышающему чистую прибыль на нее.

Показатель, оценивающий курс акций надо рассчитывать в динамике, а также сопоставлением его уровня в разных АО.

При решении вопроса об инвестиционной привлекательности акционерного общества важно проанализировать динамику этого коэффициента.

В случае, если рыночная цена акций поддерживает такое соотношение, то акционеров должны интересовать дивиденды. если соотношение снижается, то важно проанализировать причины его снижения. Это могут быть:

— ухудшение общих финансовых показателей деятельности АО;

- ухудшение качества продукции;
- перспективность ее номенклатуры и так далее.

При снижении отношения курсовой цены и чистой прибыли значение уровня дивидендов для формирования курсовой цены значительно меньше, чем общее финансовое состояние АО и перспектива его развития.

Если уровень чистой прибыли на акции не высок, то это может объясняться необходимостью использования в данном периоде прибыли на расширение производства, что в будущем может гарантировать высокие дивиденды.

Но в этом случае существует опасность скупки акций АО другими предприимчивыми структурами частичного или полного его переподчинения.

Таким образом, нами проанализирована система показателей, характеризующая финансовое состояние АО для разных пользователей информации:

- кредиторов;
- налоговых служб;
- инвесторов.

Далее будет рассмотрено финансовое положение двух акционерных обществ автомобилестроительного комплекса Российской Федерации: "Топаз", "Автодвигатель", входящих в АО Автосельхозмашина — Холдинг" и АО "Строительная биржа".

ГЛАВА 3. АНАЛИЗ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ И ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ

3.1. Характеристика состава и структуры финансовой отчетности

Целью данного раздела научного исследования мы считаем финансовый анализ деятельности АО (на примере предприятий производственной сферы деятельности и посреднического) на этапе перехода к рыночным отношениям в России. Исследование процессов, происходящих на микроуровне, позволяет понять и выявить положительные и отрицательные черты деятельности субъектов хозяйствования на современном этапе. Мы считаем важным и необходимым посвятить такому исследованию заключительную третью главу.

В соответствии с данной целью нами будут поставлены следующие задачи:

1. Выявить факторы, влияющие на изменение структуры стоимости имущества акционерного общества.
2. Проследить за изменением уровня платежеспособности и финансовой устойчивости АО.
3. Выявить влияние налогообложения на характер чистой прибыли.
4. Показать характер взаимоотношений анализируемых АО с потенциальными партнерами.
5. Выявить внутренние факторы, влияющие на курс акций и выплату дивидендов .
6. Разработать оценку инвестиционной привлекательности акционерных обществ.

Обычно при оценке финансовой деятельности акционерного общества обращаются к различным источникам информации, обеспечивающим принятие тех или иных управленческих решений. К таким источникам относятся:

- финансовая отчетность;
- специальные финансовые издания: научные журналы, аналитические обзоры государственных и независимых финансово —

экономических служб и так далее;

— текущие периодические финансовые издания, деловая публицистика, биржевые сводки, публикации банков;

— специализированные компьютерные банки данных.

Финансовая отчетность является важнейшим средством представления информации при анализе финансового состояния АО. В процессе выявления взаимосвязей и взаимозависимостей между различными ее показателями возможно принятие тех или иных решений.

Несмотря на то, что в большинстве стран с развитой рыночной экономикой не существует каких-то общепринятых требований к формам финансовой отчетности, различия в их содержании незначительны.

В настоящее время большинство крупных и средних АО руководствуются требованиями Международного комитета по стандартам бухгалтерского учета (МКСБУ), касающихся принципов построения, структуры и содержания финансовых отчетов, членами которой являются более ста организаций в 80-ти странах мира.

Финансовые отчеты, согласно требованиям этой организации, включают следующие документы:

— балансовый отчет;

— отчет о прибылях и убытках;

— отчет об изменении в финансовом состоянии (отчет об источниках и использовании фондов).

В настоящее время МКСБУ рекомендует включать в пакет финансовой отчетности документ-отчет о движении денежных средств. Также к финансовому отчету дополнительно прилагаются пояснения, справки, комментарии, а также заключения независимых аудиторов.

Центральным элементом пакета финансовой отчетности являются балансовые отчеты — детализированное представление активов, обязательств и собственного капитала на конкретный момент времени.

Баланс включает в себя активы, показывающие состав и размещение капиталов и пассивы, отражающие источники образования активов, которые могут быть собственными и заемными.

Активы баланса отражают в стоимостном выражении имущество, которым владеют предприятия на определенную дату. Имущество считается активом АО в том случае, если:

- оно находится во владении предприятия;
- оно имеет стоимость в денежном выражении.

Активы баланса сконцентрированы в двух разделах: текущие (краткосрочные) и долгосрочные(недвижимые) активы.

Раздел текущие активы включает статьи: денежные средства, ценные бумаги, дебиторская задолженность и товарно-материальные запасы, то есть такие виды активов, которые достаточно быстро преобразуются в наличные деньги.

Если кратко охарактеризовать активы баланса на примере корпорации Acme Manufacturing (табл.6), то можно сказать, что они состоят из нескольких групп:

1. Текущих активов:

- денежных средств в кассе и банке;
- ценных бумаг;
- счетов потребителей;
- депозитов;
- счетов служащих;
- прочих дебеторов;
- авансированных расходов;
- других счетов;
- резервов на сомнительные позиции.

Большая подгруппа материальных запасов состоит из:

- готовой продукции;

- незавершенного производства;
- основных и прочих материалов;
- резерва на потери.

2. Долгосрочные активы включают в себя:

- землю;
- здания, машины и оборудование;
- транспорт;
- инструмент и конторский инвентарь;
- амортизацию;
- "гудвилл".

К денежным средствам в банках и кассе предприятия относятся банкноты, валюта, банковские чеки и депозиты и другие.

Определение достаточной суммы денежных средств относится к основной задаче руководства АО в условиях рыночной экономики. Недостаток свободных денежных средств отрицательно сказывается на платежеспособности и деловой репутации АО. С другой стороны, их избыток снижает эффективность функционирования предприятия, так как деньги могут быть вложены в другие виды активов и приносить доход.

Одним из способов эффективного использования временно свободных денежных средств является их инвестирование в ценные бумаги. Они показываются в балансе по себестоимости или рыночной стоимости в зависимости от того, какая стоимость ниже.

Дебиторская задолженность возникает в случае предоставления покупателям отсрочки платежа: либо открытый счет, либо с предоставлением векселя. По сути, вексель является одной из форм краткосрочного коммерческого кредита, так как предусматривает получение процентов.

Авансированные расходы включают заранее оплаченные страховки, расходы на рекламу и так далее. Товарные запасы составляют значительную часть активов большинства АО:

- готовая продукция;
- незавершенное производство;
- сырье и основные материалы;
- прочие материалы и так далее.

Рассмотрим методы оценки материальных запасов, которые применяются особенно часто:

- метод **FIFO** — запасы показываются по стоимости первой партии, что может приводить к завышению величины прибыли;
- метод **LIFO** — запасы показываются по стоимости последней партии; занижает величину прибыли и уплачиваемых налогов;
- метод **средневзвешенной цены**, - который наиболее объективен с точки зрения расчетов и поэтому менее популярен.

Существует ряд факторов, понижающих первоначальную стоимость запасов (порча, ущерб, моральные и физическое устаревание...). Поэтому создаются специальные страховые резервы на случай потери запасов.

Таким образом, текущие активы составляют оборотный капитал предприятия. Долгосрочные активы, называемые недвижимостью, приобретаются на длительный срок.

Земля как один из видов долгосрочных активов показывается в балансе по себестоимости, если она не подлежала переоценке и не продавалась.

Здания, машины и оборудование показываются в балансе по первоначальной стоимости за минусом амортизации, скорость которой в большинстве стран устанавливается законом.

В мировой практике применяют различные методы начисления амортизации, которая оказывает влияние на величину чистой прибыли и уплачиваемых налогов:

- метод **равномерного списания** заключается в равномерном распределении суммы начисляемой амортизации на срок эксплуатации актива:

BCOST — SALUAGE

$S_i =$,

N

где N — срок эксплуатации актива;

i — период /год/;

BCOST — начальная стоимость;

SALUAGE — остаточная стоимость;

— метод **ускоренной амортизации** /сюда относится метод **суммы лет** и метод **двойного списания**/.

Ускоренная амортизация является легальным способом уклонения корпорацией от налога на прибыль.

Значительные суммы включаются в амортизационные отчисления и не показываются как облагаемые налогом прибыли.

Существует прямолинейный метод амортизации, при котором установлены твердые нормы амортизационных отчислений, утвержденные налоговым законодательством. Но в отдельных странах методы начисления амортизации изменяются.

В США до 1954 г. применялся вышеуказанный метод. Затем он был заменен ускоренным методом, при котором суммы амортизации были удвоены. В 1981 г. прежние методы начисления амортизационных отчислений были заменены новым наиболее простым методом, названным "Система ускоренного возмещения стоимости основных фондов". Эта система в 1986 г. была несколько изменена.

Основной капитал в материальной форме /машины, оборудование/ обычно используется на производстве еще долгие годы после их финансового списания. Когда средства производства полностью списаны, но еще пригодны к использованию, корпорация получает возможность экономить на издержках на амортизацию.

Таким образом, применение методов ускоренной амортизации позволяет списать основную часть стоимости активов в начальные периоды их

эксплуатации, когда они используются наиболее интенсивно, создавая резерв для их своевременной замены в случае морального устаревания, и одновременно предприниматель застраховывается от снижения стоимости активов в результате инфляции.

При методе "Суммы лет", сумма начисляемой амортизации за период рассчитывается как отношение остатка срока эксплуатации актива к сумме лет, умноженной на разность (начальная стоимость минус остаточная стоимость).

Метод двойного списания основан на применении норм ежегодной амортизации. Сумма начисляемой амортизации за период определяется путем умножения нормы на остаточную стоимость актива в этом периоде:

$$/N - i + 1 /$$

$$S_i = x / BCOST - SALUAGE/;$$

$$S_i = 2 P / BCOST - S /, \text{ где}$$

S — сумма накопленной амортизации на начало i —го периода;

$2P$ — удвоенная норма амортизации, насчитанная по методу равномерного списания.

Наибольшая величина чистой прибыли при прочих равных условиях достигается при использовании метода равномерного списания, а наименьшая величина уплачиваемых налогов при использовании метода двойного списания. Следовательно, использование различных методов начисления приводит к различным результатам деятельности АО.

За три последних года в России сложилась традиция переоценки основных фондов. В течение года цены с большей или меньшей скоростью растут, накапливается разрыв между балансовой оценкой основных средств и их восстановительной стоимостью (то есть той ценой, за которую можно приобрести такой же актив), который ликвидируется очередным решением

правительства. Принятое 19 августа 1994 г. постановление Правительства РФ N 967 "Об использовании механизма ускоренной амортизации и переоценки основных фондов" является теперь главным регулятором амортизационной политики предприятий.

Все предыдущие постановления такого рода "подтягивали" стоимость фондов до приблизительной текущей оценки. По разным видам и группам (зданиям, машинам, оргтехнике и т.п.) применялись разные коэффициенты, иногда обгонявшие индекс цен по таким активам, иногда отстававшие от него. Теперь же у предприятий появляется возможность идти нога в ногу с инфляцией: переоценку проводить согласно сложившейся конъюнктуре и, кроме того, не дожидаясь переоценки, индексировать отчисления на официально признанный рост цен. Правда, последнее хотя и имеет практическое значение для уменьшения налогов, но бессмысленно экономически, поскольку отрывает размер имущества, из которого исчисляется амортизация, от самих отчислений.

Общепринятая в мировой практике трактовка амортизации как возмещения затрат на актив, сделанных при его покупке, по времени службы имеет одну цель — отразить в бухгалтерских документах деятельность предприятия способом, наиболее близким к истинному. Какую часть компьютера фирма использовала в этом году в своем бизнесе, точно сказать нельзя, поэтому амортизационные отчисления в любом случае будут условно правдивыми.

Но когда отчисления индексируются сами по себе, независимо от базы (стоимости основных средств по балансу), это — неразбериха, в которой акционеры, кредиторы и другие читатели отчетов предприятия не могут правильно оценить его финансовое состояние. В очередной раз показывается превосходство учета для целей налогообложения по сравнению с финансовым учетом и государства по сравнению с другими агентами.

В очередной раз вводя в действие ускоренную амортизацию, новое

постановление ограничивает сферу ее применения активной частью основных средств. Как и раньше, амортизация будет считаться по прямолинейному методу, то есть перенесением актива из баланса в отчет о прибылях и убытках равными частями по времени службы.

Ускорение сводится к удвоению норм, остаются за бортом широко используемые в других странах методы "снижающегося остатка" и "суммы лет", позволяющие предприятию в начале "жизни" машины списывать большую часть ее стоимости. Подобная мера разрешена пока только для малых предприятий. Но главное препятствие — строго целевой характер использования отчислений, полученных ускоренным способом.

В итоге, предприятия не могут распоряжаться по своему усмотрению постепенно возвращающимися к ним иммобилизованными средствами, а обязаны вновь использовать их на те же цели, как бы восстанавливая производственные фонды в "натуре".

"Долгосрочные активы" балансовых отчетов западных корпораций включают в себя статьи, отражающие "нематериальные активы". Сюда входит условная стоимость объектов промышленной (образцы продукции, товарные знаки, авторские права) и интеллектуальной собственности, имущественные права, деловая репутация и так далее. Среди специалистов нет единого мнения в отношении оценки и отражения в балансах нематериальных активов.

В условиях рыночной экономики существует необходимость продажи, либо приобретения предприятий (в том числе АО). Поэтому в состав активов входит как разновидность "цена фирмы", то есть деловая репутация, связи фирмы, а также ее престижность. Величина "цена фирмы" в этом случае равна разнице между фактически уплаченной за нее суммой и балансовой стоимостью ее активов.

Определение стоимости реально существующего АО довольно сложный вопрос, и здесь важно, кто более заинтересован — покупатель или

продавец.

Внутри баланса активы группируются в порядке их ликвидности.

Первая группа включает абсолютно ликвидные виды активов — денежные средства в банках и кассе.

Ко второй группе относятся ценные бумаги, счета потребителей, депозиты, счета служащих, другие неоплаченные счета и авансированные средства. Эта группа активов хорошо ликвидна потому, что легко преобразуется в денежные средства в короткий срок.

Наименее ликвидной является группа, объединяющая товарные запасы, так как не существует полной гарантии их быстрой продажи.

Недвижимое имущество составляет группу долгосрочных активов и является трудно ликвидной, так как их продажа связана со значительными временными затратами.

Пассивы АО перечисляются в балансовом отчете по следующим группам :

- краткосрочные обязательства;
- долгосрочные обязательства;
- собственный капитал.

Они отражают финансовую структуру АО, показывают, из каких источников были получены финансы для его функционирования.

Краткосрочные обязательства выполняются в течение текущего отчетного периода и обычно погашаются из текущих активов акционерного общества.

К краткосрочным обязательствам относятся:

- банковские ссуды и овердрафты, суммы, показываемые по этой статье, приводятся с учетом выплачиваемых процентов;
- расчеты с поставщиками отражают обязательства по оплате продукции и услуг, полученных от поставщиков;
- прочие счета к оплате включают отчисления на социальное

страхование, задолженность по заработной плате, различные виды отсрочки по налоговым платежам, а также различные обязательства, не связанные с производственной деятельностью;

— резервы на налоги;

— текущие выплаты по долгосрочным кредитам;

— задолженность акционерам по дивидендам, задолженность по выплатам в различные фонды и так далее.

Большинство из краткосрочных обязательств (исключая банковские кредиты) не требуют выплаты процентов и потому являются низкозатратными источниками финансирования АО. Краткосрочные обязательства являются основным источником финансирования основного капитала акционерного общества.

Долгосрочными обязательствами являются те, срок выплаты которых превышает отчетный период:

— долгосрочные займы банков под развитие;

— ссуды под недвижимость;

— задолженность по облигациям;

— подоходные налоги будущих периодов;

— капитальная аренда (с последующей покупкой арендуемого имущества).

Долгосрочные обязательства предусматривают выплату процентов, поэтому они относятся к дорогостоящему финансированию. Они обеспечиваются недвижимым имуществом или всеми имеющимися активами АО и являются источником финансирования основного капитала.

В совокупности текущие и долгосрочные обязательства составляют внешние обязательства АО в условиях рынка.

Последнюю группу пассива составляют собственные средства предприятия :

— собственный капитал владельцев предприятия;

- акционерный капитал;
- нераспределенная прибыль;
- излишки капитала;
- резервы на техническую реконструкцию и прочие.

Акционерный капитал представляет собой собственность акционеров в активах предприятия и выступает в виде суммарной стоимости акций, разрешенных законом к выпуску.

Но на практике не все разрешенные к выпуску акции могут поступать в продажу. Стоимость реально проданных акций составляет выпущенный акционерный капитал в виде обыкновенных и привилегированных акций.

При выпуске акций каждой из них приписывается денежная стоимость, называемая паритетом. В случае если продажная цена акции превышает ее паритет, акционерное общество получает эмиссионный доход, представляющий из себя сумму, полученную сверх паритета каждой акции. Этот дополнительно оплачиваемый капитал показывается в балансе отдельной статьей.

Выпущенный акционерный капитал является постоянным источником финансирования предприятия.

Увеличение стоимости от переоценки недвижимого имущества — излишки капитала. Из них не выплачиваются дивиденды акционерам, однако они увеличивают общую величину собственного капитала и являются постоянным источником финансирования.

Важнейшей статьей обязательств является нераспределенная прибыль, реинвестированная в дальнейшее развитие предприятия. Она образуется после вычета всех расходов из доходов, включая выплату налогов, дивидендов и тому подобное. Нераспределенная прибыль не только увеличивает собственный капитал, но и является источником формирования различных фондов, то есть источником самофинансирования АО.

Две последние статьи являются самым выгодным источником

финансирования, так как по ним не производится никаких дополнительных выплат (дивидендов, процентов и так далее).

Детальный анализ статей баланса позволяет сделать вывод о действительных результатах деятельности АО и спрогнозировать будущие финансовые результаты.

Отчет о прибылях и убытках (табл.7) отражает доходы и затраты АО за определенный период времени наряду с балансом используется для составления финансовой оценки деятельности.

В большинстве стран с рыночной экономикой принята многоступенчатая система таких отчетов, при которой проводится раздельное отражение различных видов доходов и расходов в зависимости от их источников.

Главным источником доходов является основная производственная деятельность и продажа товаров, оказание услуг и так далее. В отчете эта деятельность отражена строкой доходы от продажи производимой продукции.

Данный показатель является одним из достоверных в отчетности, так как формирует рынок независимо от желания корпорации скрыть или приукрасить реальное положение дел.

К другим видам доходов относятся дивиденды, проценты и так далее. Из полученных доходов прямо или косвенно уходит часть средств на возмещение затрат, связанных с производственной деятельностью. К ним относятся следующие виды расходов:

— себестоимость реализованной продукции, или, иначе, "стоимость продаж";

— операционные расходы (расходы на содержание управленческого и конторского персонала, рентные платежи за помещение, расходы на рекламу и так далее);

— дополнительные расходы (не связаны с основной деятельностью:

выплата процентов по займам, приобретение неосязаемых активов, убытки от инвестиций и продажи имущества и так

далее);

— уплата налогов.

Также в отчет могут включаться расходы на списание неосязаемых активов, непредвиденные расходы и так далее.

В соответствии с различными типами расходов, которые несет АО, в отчете о прибылях и убытках показываются следующие виды прибылей:

— валовая прибыль ($ВП = \text{Продажи} - \text{Себестоимость проданных товаров (прямые расходы)}$);

— операционная прибыль ($ОП = ВП - \text{операционные расходы}$);

— прибыль от вычета налогов ($П = \text{Операционная прибыль} - \text{Неэксплуатационные расходы}$);

— чистая прибыль ($ЧП = П - \text{Налоги}$).

Теоретически вся чистая прибыль может быть распределена между акционерами. Но на практике большая ее часть вкладывается в расширение производства.

Решение об окончательном распределении прибыли принимается советом директоров предприятия. В случае, если часть прибыли выделяется под дивиденды акционерам, то общая сумма выплаты указывается в отчете о прибылях и убытках отдельной строкой, либо в дополнительном отчете о распределении прибыли. Она добавляется к накопленной ранее прибыли и относится на начало баланса следующего периода.

Отчет об источниках и использовании фондов (табл. 8) показывает изменения, которые произошли за период между двумя балансовыми отчетами в фондах АО, то есть откуда появились новые средства и как они были использованы. Этот отчет всегда сбалансирован, то есть объемы источников фондов всегда равны объемам их использования.

Источниками средств для приобретения новых активов могут быть:

- прибыль;
- амортизация;
- выпущенный акционерный капитал;
- продажа недвижимости;
- краткосрочные и долгосрочные займы.

Одновременно с этим, использование фондов может быть направлено на:

- выплату дивидендов акционерам;
- закупку долгосрочных активов;
- возмещение займов;
- увеличение оборотного капитала.

Этот отчет содержит информацию о направлениях финансирования за рассматриваемый период. Общее увеличение суммарных финансовых средств не означает увеличение финансового благополучия.

Последнее зависит от того, откуда появились средства и как они расходовались.

Например, АО, суммарные финансовые средства которого увеличились в результате заработанной прибыли, находятся в более благоприятном финансовом положении, чем акционерные общества, суммарные средства которых возросли за счет выпуска дополнительного акционерного капитала или за счет привлечения заемных средств. С другой стороны, расходование средств на модернизацию оборудования и расходование средств на выплату дивидендов акционерам будут оказывать различное влияние на финансовое положение АО в конкретном случае. Важнейшим показателем отчета об источниках и использовании фондов является "чистый" оборотный капитал, то есть разница между текущими активами и краткосрочными (текущими) обязательствами АО.

Предприятие может иметь теоретический минимум текущих активов — предельный запас сырья, минимум дебеторской задолженности и отсутствие

наличных денег или денег в банке. Но в условиях рыночной экономики не существует полной гарантии получения краткосрочных кредитов и своевременного поступления платежей от потребителей.

Чистый оборотный капитал показывает, в какой степени текущие потребности производства могут быть обеспечены собственными средствами, без привлечения кредитов. Величина чистого оборотного капитала зависит от операционного цикла. Зависимость здесь прямая, чем меньше операционный цикл, тем меньше необходимо чистого оборотного капитала и наоборот. Любое увеличение чистого оборотного капитала всегда означает использование средств. Изменение в оборотном капитале часто показывается отдельно.

Из приведенного отчета видно, что источниками фондов предприятия за истекший период были чистая прибыль и амортизация. Средства были использованы на выплату дивидендов акционерам, закупку недвижимого имущества, увеличения оборотного капитала. При этом основным источником фондов являлась нераспределенная прибыль, а основной статьей расходов — оборотный капитал.

3.2. Анализ стоимости имущества акционерных обществ

Структура стоимости имущества дает общее представление о финансовом состоянии АО. Она показывает долю каждого элемента в активах и соотношении собственных и заемных средств, покрывающих их в пассивах. Структура имущества и даже ее динамика не дает ответ на вопрос, насколько выгодно для инвестора вложение денег в данное предприятие, а лишь оценивает состояние активов и наличие средств для погашения долгов. В структуре стоимости имущества отражается специфика деятельности каждого предприятия.

Хотя нельзя сравнивать структуру на АО автомобилестроения и коммерческо — снабженческой отрасли, но анализ ее динамики на протяжении определенного периода времени необходим для понимания экономических процессов, происходящих на современном этапе в России.

Рассмотрим и проанализируем финансовую деятельность ряда АО производственной сферы: "Топаз" (Ярославский завод топливной аппаратуры (г. Ярославль)) и "Автодвигатель" (Заволжский моторостроительный завод (г. Заволжск)), входящих в АО "Автосельхозмашина — Холдинг"; "Строительная биржа" г. Москва .

Исходные данные нами взяты из:

— балансов предприятий (форма **N1**);

— отчета о финансовых результатах и их использовании (форма **N2**).

В условиях перехода к рынку мы сталкиваемся с проблемами, свойственными в этом периоде для России, поэтому ценовая нестабильность не позволяет сопоставлять динамику финансовых показателей по годам, и аналитические расчеты сделаны на основе квартальных данных. Аналогично при появлении условий можно было бы привести подобные расчеты и за ряд лет, но такой статистики пока не существует , так как свою деятельность АО организовали сравнительно недавно.

Приведем основные балансовые данные по анализируемым АО в таблицах: **9.1.1** ("Топаз"); **9.1.2** ("Автодвигатель"); **9.1.3** ("Строительная биржа"), сгруппировав их по статьям актива и пассива балансов .

На основе балансовых данных и вышеперечисленных таблиц проведем анализ структуры стоимости имущества АО и средств, в них вложенных (таблицы: **9.2.1**; **9.2.2**; **9.2.3**).

У АО "Топаз" произошло изменение структуры стоимости имущества (т. **9.2.1**) в сторону увеличения в нем удельного веса оборотных средств. С финансовой точки зрения это является положительным аспектом, так как имущество стало более мобильным. Но доля оборотных средств увеличилась

главным образом за счет роста дебиторской задолженности. Почти в два раза (на двадцать три процента) выросли и материальные оборотные средства.

Рост стоимости имущества почти в четыре раза произошел за счет этих двух элементов. Необходимо проанализировать, за счет каких составляющих увеличились материальные оборотные средства и дебиторская задолженность.

Следует отметить, что на всей динамике имущества и его составляющих отражаются ценовые факторы. Тем не менее, как показывает второй раздел актива баланса, рост незавершенного производства составляет:

по АО "Топаз" на 01.01 — 96 353 тыс. руб.,

на 01.10 — 528 094 тыс. руб.;

528 094

= 5,48 раза.

96 353

96 353 На 01.01 он составил 9,5 процента ($\times 100\%$),

1011 785

528 094 на 01.10 равнялся 7 процентам ($\times 100\%$) материальных

7506 744 оборотных средств.

Третий раздел актива баланса показывает, что рост дебиторской задолженности вызван ее увеличением по расчетам за:

— товары;

— с персоналом;

— с прочими дебиторами.

Средства в расчетах за товары на 01.01 и 01.10 значительно превышают всю остальную дебиторскую задолженность. В этом случае необходим анализ перспектив поступления АО дебиторской задолженности от каждого покупателя, с выявлением платежеспособности покупателей.

За период с 01.01 по 01.10 произошло увеличение денежной наличности.

Таким образом, несмотря на рост мобильности имущества АО "Топаз" _ необходимо оценить причины и обоснованность сдвигов в его структуре.

На АО "Автодвигатель" стоимость имущества увеличилась в 4,1 раза, при увеличении удельного веса в нем оборотных средств на 17 процентов (табл. 9.2.2).

Материальные оборотные средства увеличились в 1,5 раза; отличается также небольшой рост дебиторской задолженности (на 7 процентов). Последний фактор является положительный, поскольку данное АО осуществляет своевременный контроль за расчетами с поставщиками и покупателями.

Общие выводы об изменении структуры стоимости имущества в АО "Автодвигатель" аналогичны выводам, сделанным по АО "Топаз". Рост материальных оборотных средств в АО "Автодвигатель" отражает динамику всех других элементов имущества, как отмечалось выше. Доля средств в расчетах также возросла.

Раздел три актива баланса показывает, что весь небольшой прирост дебиторской задолженности является результатом ее увеличения по расчетам за товары и прочими дебиторами. В начале года доля расчетов за товары составила 56 процентов всей дебиторской задолженности, на 01.10 — 59 процентов, а по расчетам с прочими дебиторами на 01.01 она составила 34 процента, на 01.10 — 0,12 процента.

Рост стоимости имущества главной причиной имеет увеличение материальных оборотных средств, что связано с приростом средств в расчетах.

Что касается анализа структуры стоимости имущества АО "Строительная биржа", здесь можно сказать, что наибольшая доля роста произошла в результате увеличения дебиторской задолженности на 2 919 тыс. руб. по абсолютной величине, что с одной стороны требует необходимости анализа платежеспособности клиентов, а с другой — учитывая специфику

деятельности АО "Строительная биржа" и проблемы во взаиморасчетах, свидетельствуют о нестабильности товарного рынка в России. Произошло за период с 01.01 по 01.12 снижение материальных оборотных средств, что также объясняется трудностями деятельности биржи.

Структура имущества не является единственным и главным критерием выбора. Но заинтересовавшись одним из критериев можно продолжить анализ дальше.

В соответствии с данными таблицы несколько большую инвестиционную привлекательность имеет АО "Автодвигатель", так как в его имуществе оборотные средства составляют 88 процентов, хотя в составе оборотных средств доля материальных запасов несколько ниже — 41 процент. Здесь выше доля дебиторской задолженности — 38 процентов, но разница незначительна.

При необходимости погашения долгов предприятие может продать часть материальных запасов. Возможности погашения долгов за счет них ниже и главным образом является получение средств в расчетах. Насколько надежны дебиторы предприятия, насколько можно гарантировать получение этих средств. Если потенциальный инвестор не проводит анализа дебиторской задолженности обоих предприятий, то на этом этапе преимущество выбора он отдаст АО "Автодвигатель".

Благодаря приросту оборотных средств в имуществе повышается уровень его мобильности (как важнейшего показателя финансового состояния). Но, важно узнать, за счет каких источников произошел этот прирост — собственных или заемных. Если преимущество за счет заемных источников (кредитов, займов, кредиторской задолженности), то в последующем периоде этих источников может не быть. Но, если главным источником прироста явились собственные средства предприятия, значит высокая мобильность имущества носит не случайный характер и рассматривается как постоянный финансовый показатель данного АО.

Источниками прироста оборотных средств является прибыль, прирост собственных источников средств, увеличение всех форм заемных средств. Ни одно из анализируемых предприятий не использовало прибыль на эту цель. Остальные источники в большей или меньшей степени влияют на прирост оборотных средств.

Из заемных источников прирост оборотных средств обеспечивался кредиторской задолженностью и задолженностью по кредитам. Собственные источники формируют и прирост основных средств и других внеоборотных активов. Если в АО одновременно с увеличением оборотных средств повышались суммы статей, отраженных в первом разделе актива баланса, то часть источников собственных средств была направлена на эти цели, то есть отвлечена от прироста оборотных средств .

Прочие пассивы выделены как источники прироста оборотных средств, так как они отражены в третьем разделе актива баланса.

Показатели таблицы **9.3.2** свидетельствуют, что увеличение собственных источников средств у АО "Автодвигатель" оказало решающее влияние на прирост оборотных средств. На капитальные вложения и прочие внеоборотные активы данное АО отвлекло небольшую сумму источников. С учетом отвлечения, АО "Автодвигатель" покрыло за счет собственных источников 42,7 процента прироста оборотных средств (62 — 6,7 — 12,6).

Прирост оборотных средств у АО "Топаз" (табл. **9.3.1**) был обеспечен кредиторской задолженностью и задолженностью по кредитам. Такая степень зависимости АО от средств кредиторов свидетельствует о его непрочном финансовом состоянии.

Проведем анализ структуры пассивов, то есть источников собственных и заемных средств, вложенных в имущество. Важно узнать направление вложения этих средств — основные средства и другие внеоборотные активы или мобильные оборотные средства.

С финансовой точки зрения повышение доли оборотных средств в

имуществе всегда благоприятно для предприятия. Но это не свидетельствует о том, что все источники должны направляться на рост оборотных средств. Если в результате вложений повышается общая эффективность деятельности предприятий, значит они целесообразны.

Оценим наличие и динамику источников средств предприятий.

Данные таблицы свидетельствуют, что структура источников средств предприятия АО "Топаз" резко изменилась за девять месяцев, в том числе наличие собственных оборотных средств. Уменьшилась доля собственных средств до 29 процентов, возросла доля заемных средств .

Заемные средства предприятия состоят из краткосрочных займов и кредиторской задолженности, доля которых резко возросла за девять месяцев.

У АО "Автодвигатель" (табл. 9.3.2) структура источников заметно отличается от их структуры на АО "Топаз": выше доля собственных средств, ниже — заемных, хотя в составе заемных кроме кредиторской задолженности появились кредиты. Если сравнивать кредиторскую задолженность, то доля ее у АО "Автодвигатель" ниже чем у АО "Топаз". Однако, еще рано делать выводы о лучшем финансовом состоянии АО "Автодвигатель", для этого необходим дальнейший анализ.

Что касается АО "Строительная биржа", следует отметить, что доля собственных средств уменьшилась с 98 до 93 процентов, доля заемных средств выросла до 7 процентов. АО увеличило размер кредиторской задолженности и прибегло к краткосрочным кредитам. В общем, соотношение собственных и заемных средств в АО "Строительная биржа" несколько ухудшилось и стало менее стабильным.

Сводная таблица 9.4.1 позволяет сравнить структуру источников средств двух АО. По этому признаку инвестор предпочтет АО "Автодвигатель", так как у него более высокая доля собственных оборотных средств. В составе заемных средств — не только кредиторская

задолженность, но и краткосрочные займы, что свидетельствует о доверии банков акционерному обществу.

3.3. Характеристика платежеспособности и финансовой устойчивости акционерных обществ

Проанализируем показатели платежеспособности и финансовой устойчивости АО "Топаз" и АО "Автодвигатель". В таблице 9.5 приведены эти показатели, они анализируют платежеспособность традиционным методом, то есть измеряют в какой степени все оборотные активы предприятий перекрывают имеющуюся у них краткосрочную задолженность, в какой степени эту задолженность можно покрыть без привлечения материальных оборотных средств, только за счет денежных средств, краткосрочных финансовых вложений и средств в расчетах, какую часть краткосрочной задолженности можно погасить наиболее мобильной суммой активов — денежными средствами и краткосрочными финансовыми вложениями.

Смысл первого коэффициента заключается в том, что если АО "Топаз" направит все свои оборотные активы на погашение долгов, то ликвидирует всю краткосрочную задолженность и у него останется для продолжения деятельности 13 процентов оборотных активов, числящихся на балансе на 01.01.93г.

Установим, имеются ли в этом АО лишние оборотные активы.

На 01.01 оборотные активы составили 2034651 тыс. рублей, в том числе:

— материальные оборотные средства 1011785 тыс. руб.;

— денежные средства 44816 тыс. руб.;

— средства в расчетах 484025 тыс. руб.

$2034651 - 1086226 = 948425$ тыс. руб. Этой суммы должно хватить

предприятию до поступления следующей выручки от реализации продукции

АО в случае погашения всех долгов именно в это время должно направить эти средства на их погашение и продать необходимую часть материальных запасов.

Но хватит ли АО оставшихся материальных запасов на нормальную работу до поступления новых средств? Для этого необходимо:

а) проверить состояние материальных запасов и выявить ту их часть, которая может быть продана без ущерба для производства;

б) проанализировать состав дебиторской задолженности и выявить сумму безнадежной.

Если АО "Топаз" определило, что все числящиеся на его балансе материальные запасы обоснованы, в составе дебиторской задолженности нет безнадежных долгов и все средства в расчетах поступят в срок, то необходимые предприятию на 01.01 средства будут состоять из стоимости материальных запасов и суммы кредиторской задолженности, которую надо погасить, то есть 1011785 тыс. руб. и 461413 тыс. руб.

Тогда нормальный уровень общего коэффициента покрытия будет равен:

$$1011785 + 461413 = 1473198$$

= = 1,36, и АО "Топаз" по состоянию

622313 + 461413 = 1083726 на 01.01 является платежеспособным полностью.

Оценим уровень его платежеспособности:

$$1,43$$

$$\times 100\% = 105\%$$

$$1,36$$

В целом, уровень коэффициента покрытия зависит от отношения необходимых потребностей в оборотных средствах к краткосрочным за-

емным средствам. В данном случае это 43 процента. Нормальный уровень общего коэффициента покрытия на определенную дату, необходимая, но недостаточная информация для потенциальных кредиторов предприятия и в том числе банков.

Данные таблицы **9.5** показывают, как изменяется по состоянию на конец каждого квартала фактический уровень общего коэффициента покрытия по второму АО. В АО "Топаз" он снизился, в АО "Автодвигатель" увеличился.

Рост означает более высокие темпы прироста оборотных активов по сравнению с темпами прироста кредиторской задолженности, снижение — противоположное соотношение темпов.

Рассмотрим нормальные уровни общего коэффициента покрытия, рассчитанные на 01.10 по трем вариантам (таблица **9.6.1**):

Первый вариант: большие материальные запасы, необходимые для производства, но нет безнадежной дебиторской задолженности.

Второй вариант: необходимые материальные средства меньше, присутствует безнадежная дебиторская задолженность.

Третий вариант: АО могут реализовать значительную часть материальных оборотных средств, но половина дебиторской задолженности безнадежна.

Таким образом, один фактор, способствующий росту нормального коэффициента сочетается с другим фактором, способствующим его снижению.

В следующей таблице **9.6.2** АО имеют необходимую потребность в материальных оборотных средствах в размере их фактического наличия и половина дебиторской задолженности безнадежна (первый вариант). Нормальный уровень общего коэффициента покрытия резко возрастает.

В третьем варианте заложены самые благополучные для платежеспособности условия.

Определим уровень платежеспособности акционерных обществ. Приведенные аналитические расчеты свидетельствуют о том, что ни одно из двух АО во всех вариантах полностью платежеспособно.

У АО "Автодвигатель" положение более благополучное, чего нельзя сказать об АО "Топаз", которое полностью неплатежеспособно в любых условиях, включая благоприятные.

Такое положение можно было предвидеть при анализе структуры имущества и источников средств: у АО "Топаз" 29 процентов собственных средств, 71 процент заемных средств; АО "Автодвигатель" имеет 65 процентов собственных средств, и 35 процентов заемных.

У АО "Автодвигатель" уровень платежеспособности близок к двум. Это совпадает и со сделанным ранее выводом о достаточно прочном финансовом состоянии этого АО.

Банк при решении вопроса о предоставлении кредита обратившимся к нему двум АО будет ориентироваться на показатель платежеспособности предприятий, и в первую очередь он отдаст предпочтение АО "Автодвигатель".

Такая же оценка платежеспособностей АО возможна и для инвесторов. От уровня платежеспособности зависят возможности получения АО долгосрочных и краткосрочных кредитов и, соответственно, возможности развития и расширения производства.

Таблица 9.6 показывает еще два показателя, которыми измеряется платежеспособность предприятий — промежуточный коэффициент покрытия и коэффициент абсолютной ликвидности.

Они имеют аналитическое значение для оценки платежеспособности и дают ответ на вопрос: какая часть долгов АО покрыта денежными средствами, краткосрочными финансовыми вложениями и средствами в расчетах, в том числе наиболее надежными средствами — деньгами и краткосрочными финансовыми вложениями.

Если в составе средств в расчетах нет безнадежной дебиторской задолженности, то в случае когда промежуточный коэффициент покрытия выше единицы, можно считать, что вся краткосрочная задолженность может быть покрыта без реализации материальных запасов, только за счет средств, отраженных в третьем разделе актива баланса.

Определим оптимальную структуру оборотных средств АО. Она зависит от двух причин:

- специализации;
- конкретных условий или периода деятельности.

В зависимости от этого преобладают в составе оборотных средств либо средства в расчетах, либо материальные запасы, либо денежные средства.

Структура оборотных средств считается нормальной, если ее изменения не замедляют оборачиваемости этих средств.

Выясним, какая часть долгов АО может быть погашена без продажи материальных оборотных средств.

Показатели таблицы **9.7.1** измеряют степень надежности фактического уровня общего коэффициента покрытия. В той мере, в какой этот уровень обеспечивается денежными средствами и краткосрочными финансовыми вложениями, он надежен, так как эти средства абсолютно ликвидны. Степень надежности на 01.01 и 01.10.93 г. высокая у АО "Автодвигатель".

Кроме уровня платежеспособности, определяемого исходя из балансовых данных и экспертных оценок специалистов, состояние платежеспособности характеризуется коэффициентом чистой выручки. Он оценивает платежеспособность по другим критериям.

Определить его по итогам истекшего года недостаточно. Его практическое значение состоит в том, чтобы прогнозировать на перспективу величину свободных денежных средств при определенном объеме реализации.

Следует отметить, что при действующем порядке ценообразования и

налогообложения коэффициент чистой выручки может изменяться.

Существует прямая зависимость: чем выше коэффициент чистой выручки, тем лучше финансовое состояние АО. Этот коэффициент возрастает, если чистая прибыль и начисленный износ увеличиваются более быстрыми темпами, чем выручка от реализации.

На величину чистой прибыли оказывают влияние два фактора:

- сумма балансовой прибыли;
- сумма налогов, уплачиваемых за счет прибыли.

Рассмотрим уровень и динамику чистой прибыли по данным таблицы **9.8.**

Коэффициент чистой выручки различается на разных АО и колеблется на одном и том же АО (на АО "Топаз" за три месяца он изменился на 7 процентов, на АО "Автодвигатель" на 5 процентов).

Коэффициент чистой выручки выше, почти в два раза, у АО "Топаз", по отношению чистой прибыли к балансовой прибыли стабильнее за период три месяца у АО "Автодвигатель" (65 процентов).

Существует зависимость: если у АО производственной сферы нет льгот по налогу на прибыль и превышения Фонда оплаты труда, по сравнению с нормируемой величиной, то отношение чистой прибыли к балансовой должно составлять 69 процентов.

У АО "Автодвигатель" более низкий процент, что может свидетельствовать о превышении Фонда оплаты труда по сравнению с нормируемой величиной.

АО "Автодвигатель" имеет достаточно устойчивый коэффициент чистой выручки за счет уровня рентабельности реализации, и отношение чистой прибыли к балансовой у него близко к теоретическому (65 процентов).

Для ориентации на коэффициент чистой выручки как на показатель платежеспособности АО оценим влияние на него факторов случайных или

постоянно действующих.

Первый фактор — сумма балансовой прибыли. Она состоит из:

— прибыли от реализации;

— прибыли от прочей реализации;

— доходов и расходов от внереализационных операций.

Прибыль от реализации формируется под влиянием политики цен в АО, она считается более или менее постоянной величиной при данном объеме реализации (последняя связана с состоянием спроса на продукцию).

Выявим факторы влияния на снижение или рост балансовой прибыли, которые можно считать случайными.

Анализ проводится на примере результатов деятельности АО за 6 месяцев и 9 месяцев. Данные о структуре приведены в таблице **9.10**.

Основная часть балансовой прибыли — прибыль от реализации.

АО "Топаз" имеет достаточно большую прибыль от внереализационных операций. В состав убытков от внереализационных операций включается и налог на имущество. Но на данных АО он существенной роли не играет.

В АО "Топаз" прибыль от внереализационных операций снизилась за три месяца на 5 процентов, но выросла прибыль от реализации на 9 процентов, АО "Автомобиль" имеет стабильные величины прибыли от реализации — 97 процентов, что свидетельствует о достаточно стабильных финансовых результатах.

Каждое АО в соответствии со своими конкретными возможностями может сделать выбор: либо снизить налог на прибыль с помощью льгот (если они имеются), но одновременно уменьшить коэффициент чистой выручки, посредством целевого использования средств, либо не делать этого ради повышения коэффициента чистой выручки.

Все показатели платежеспособности взаимосвязаны. Если у АО неудовлетворительная, с финансовой точки зрения, структура имущества, то

это приводит к снижению уровня его платежеспособности. Но если АО получает достаточно свободных средств в составе выручки от реализации, оно может улучшить структуру имущества, направив необходимые суммы в оборотные средства, на погашение кредиторской задолженности и тому подобное.

Но высокий уровень рентабельности реализации является главной причиной высокого коэффициента чистой выручки, может быть ненадежным.

Чтобы оценить инвестиционную привлекательность двух АО, кроме финансового анализа, необходимо решить перспективу спроса на их продукцию.

Платежеспособность АО "Топаз" обеспечивается практически материальными оборотными средствами в расчетах.

У АО "Автодвигатель" денежные средства составляют большую долю оборотных средств (12 процентов на 01.01.93 г. и 9 процентов на 01.10.93 г.), хотя наблюдается тенденция к их снижению, что частично можно объяснить задержками в платежных расчетах. Это АО может иметь предпочтение у потенциальных инвесторов только в случае реальных возможностей повышения его коэффициента чистой выручки.

При анализе финансовой устойчивости АО нашей задачей является оценка величины и структуры активов и пассивов для того, чтобы понять: насколько АО независимо с финансовой точки зрения и отвечает ли состояние его активов и пассивов задачам его уставной деятельности.

Показатели характеризуют автономность АО по каждому элементу активов и по имуществу в целом. Они измеряют устойчивость АО в финансовом отношении для продолжения бесперебойного производства.

Рассмотрим показатели, характеризующие обеспеченность собственными источниками оборотных средств АО.

Таблица **9.12** показывает, что уровень обеспеченности запасов

собственными оборотными средствами не только различен на разных АО, но и изменяется на одном акционерном обществе в пределах анализируемого периода. Степень достаточности собственных оборотных средств для покрытия материальных активов характеризует меру финансовой устойчивости.

АО "Автодвигатель" не зависит от заемных средств при формировании материальных запасов, так как коэффициент обеспеченности запасов собственными оборотными средствами более единицы. В АО "Топаз" собственные оборотные средства не покрывают производственные запасы.

В рамках рассмотренного аспекта финансовое состояние наиболее инвестиционно привлекательно АО "Автодвигатель".

Другим показателем финансовой устойчивости является коэффициент соотношения заемных и собственных средств. Последствия низкого уровня коэффициента обеспеченности запасов состоит в неизбежном превышении заемных средств как источников покрытия необходимых материальных запасов. Уровень коэффициента соотношения заемных и собственных средств рассчитан в таблице **9.13**.

На коэффициент соотношения заемных и собственных средств влияет еще и общая величина источников собственных оборотных средств. Чем меньше доля собственных оборотных средств, тем в большей степени формирование коэффициента соотношения заемных и собственных средств будет независимо от коэффициента обеспеченности запасов.

Далее мы проследим уровень и динамику коэффициента соотношения заемных и собственных средств.

В целом за девять месяцев в АО "Топаз" он вырос в 7 раз, то есть выросла степень зависимости АО от заемных средств, а в АО ПО "Автодвигатель" он остался достаточно стабильным.

Рассмотрим степень зависимости АО от заемных средств:

Отношение денежных средств и краткосрочных

финансовых вложений к задолженности АО.

1993 г.

01.01 01.07 01.10

1. АО "Топаз" 4 42 44 2. АО "Автодвигатель" 93 128

109

Допустим, что соотношение денежных средств и задолженности не единственный критерий, обуславливающий нормальный уровень коэффициента. Не менее важна оборачиваемость материальных оборотных средств и средств в расчетах. Если оборачиваемость средств в расчетах значительно превышает оборачиваемость материальных оборотных средств, значит в течении анализируемого периода дебиторская задолженность чаще превращается в денежные средства, чем идет смена производственных циклов.

В АО "Топаз" оборачиваемость средств в расчетах в 1,5 раза превышает оборачиваемость материальных оборотных средств, а в АО "Автодвигатель" она практически одинакова.

Собственными источниками должны быть покрыты необходимые размеры запасов оборотных средств, остальные можно покрывать заемными средствами.

Таким образом, подведем итоги оценки финансовой устойчивости акционерных обществ на основе коэффициента обеспеченности запасов собственными оборотными средствами и коэффициента соотношения заемных и собственных средств.

Сделанные расчеты позволяют дать сопоставимую количественную оценку финансовой устойчивости АО по этим показателям.

Коэффициент обеспеченности запасов собственными оборотными средствами показывает, сколько собственных оборотных средств АО имеет на один рубль материальных запасов. Сопоставление дает ответ на вопрос:

можно ли АО наращивать материальные запасы или необходимо их снижать, если снижение по каким — то причинам нежелательно, то у АО путь к повышению финансовой устойчивости лежит через увеличение размеров собственных оборотных средств.

Увеличить собственные оборотные средства можно посредством:

- роста чистой прибыли и изменением направлений ее использования;
- ликвидацией ненужных основных средств и других внеоборотных активов;
- привлечением долгосрочных заемных средств на капитальные вложения.

Сопоставление нормального и фактического коэффициентов соотношения заемных и собственных средств позволяет узнать, сколько заемных средств необходимо вернуть кредиторам немедленно, чтобы довести зависимость от них до нормального уровня, или сколько заемных средств АО может взять дополнительно без ущерба для своей финансовой независимости.

Строка 3 таблицы **9.17** "Дополнительные заемные средства, не ухудшающие финансовую устойчивость" показывает, сколько каждое АО может привлечь заемных средств сверх имеющихся у него при неизменной величине собственных источников без ухудшения своего финансового состояния. У АО "Топаз" эта величина составляет 596714 тыс. рублей; у АО "Автодвигатель" — 7991275 тыс. рублей.

Уровень финансовой устойчивости по этому коэффициенту дан в строке 4 таблицы 9.18. Он будет использован при общей оценке финансовой устойчивости АО.

Еще один показатель финансовой устойчивости называется коэффициентом маневренности собственных средств. Он определяет долю собственных оборотных средств. В АО "Топаз" и в АО "Автодвигатель" коэффициент маневренности последовательно растет, в первом случае на

0,15, во втором на 0,24.

С финансовой точки зрения, повышение этого коэффициента и вообще его высокий уровень всегда хорошо характеризует АО, собственные источники средств при этом мобильны, большая их часть вложена не в основные средства и внеоборотные активы, а в оборотные средства.

Рост коэффициента маневренности желателен в тех пределах, в каких он возможен при конкретной структуре имущества АО. Если коэффициент увеличивается не за счет уменьшения стоимости основных средств и внеоборотных активов, а за счет опережающего роста собственных источников по сравнению с увеличением этой части активов, тогда повышение коэффициента действительно свидетельствует о повышении финансовой устойчивости АО.

Коэффициент маневренности может увеличиваться по трем причинам :

— более быстрый рост собственных оборотных средств по сравнению с ростом источников собственных средств;

— сохранение величины собственных оборотных средств при снижении суммы источников собственных средств;

— снижение стоимости основных средств и внеоборотных активов при увеличении источников собственных средств.

Эти причины могут привести к росту коэффициента маневренности при снижении удельного веса основных средств в имуществе. Если это происходит, высокий коэффициент маневренности не означает высокой финансовой устойчивости АО.

Поэтому проанализируем удельный вес основных средств в стоимости имущества (в процентах):

1993 г.

01.01 01.10

1. АО "Топаз" 52 20 2. АО "Автомобиль" 25 12

Примечание: Стоимость основных средств берется из разницы (актива

баланса за вычетом износа, то есть по остаточной стоимости).

Снижение удельного веса основных средств в стоимости имущества произошло за 9 месяцев на всех АО. Это — один из показателей снижения производственного потенциала. Но удельный вес основных средств в имуществе может снижаться и за счет большой доли в нем дебиторской задолженности.

Расчет обобщающего оценочного показателя, отражающего уровень коэффициента маневренности собственных средств, и связанную с ним динамику удельного веса основных средств в составе имущества, дан в таблице 9.21.

Оценочный показатель тем выше, чем в меньшей степени высокий коэффициент маневренности влечет за собой снижение доли основных средств в имуществе, то есть чем меньше отрицательные последствия повышения коэффициента маневренности.

Далее необходимо провести более детальную оценку производственного потенциала АО, так как вывод о повышении коэффициента маневренности, как следствие, ведет к уменьшению доли основных средств и внеоборотных активов в составе имущества, требует углубленного рассмотрения.

Поэтому обратимся к коэффициенту реальной стоимости имущества, так как обеспеченность АО средствами производства является одним из критериев его финансовой независимости.

Отметим, что для нормального работающего производственного предприятия коэффициент реальной стоимости не должен быть ниже 0,5. Тем не менее, мы видим, что на 01.10.93 г. у двух АО он снизился: у АО "Топаз" на 0,37, а у АО "Автомобиль" на 0,13. Это означает, что значительный удельный вес в имуществе занимает дебиторская задолженность. Коэффициент 0,5 отражает достаточный уровень производственного потенциала предприятий, именно в нормальных

условиях, исключаяющих большую роль дебиторской задолженности в структуре имущества.

Далее мы определим расчетный коэффициент реальной стоимости имущества, признав нормальным ее уровень на 01.01.93 г.

Таким образом, мы получили, что у АО "Автодвигатель" нормальный производственный потенциал, что нельзя сказать об АО "Топаз", где расчетный коэффициент реальной стоимости имущества на 01.10.93г. на 0,15 единиц ниже нормального.

Если предприятие (партнер АО, потенциальный инвестор) располагает большим аналитическим материалом, то данным методом можно рассчитать коэффициент реальной стоимости имущества, принимая за базовую дату любую, где дебиторская задолженность меньше, чем в последующем периоде.

Определим возможности АО по обновлению основных средств путем расчета коэффициента накопления износа. В этот коэффициент основные средства включаются по остаточной стоимости. Чем выше уровень изношенности, тем ниже коэффициент реальной стоимости имущества.

Коэффициент накопления износа фиксирует одну из сторон технического состояния основных средств. Но важнее выявить, насколько интенсивно идет процесс накопления износа, то есть источника для обновления основных средств, или сколько начисляется стоимости основных средств.

АО "Топаз" начислило износ за 9 месяцев в размере 4,9 процента первоначальной стоимости основных средств. При прочих равных условиях за год этот показатель составил 6,5 процента, а у АО "Автодвигатель" соответственно 2,88 процента. При таком темпе накопления износа, если не будет других источников для вложений в основные средства, АО "Топаз" накопит сумму износа, равную первоначальной стоимости их за $100/6,5 = 15,38$ лет, а АО "Автодвигатель" $100/2,8 = 35,7$ года.

В лучшем положении АО "Автомобиль", у которого уровень изношенности основных средств невелик, поэтому больших капитальных вложений для общего обновления основных средств в ближайшее время не требуется, у АО "Топаз" могут возникнуть проблемы с источниками средств для капитальных вложений.

Показатели таблицы 9.24 дают партнеру — инвестору представление о состоянии основных средств и проблемах, связанных с их обновлением.

В финансовом анализе обычно используется еще один показатель, связанный с основными средствами и внеоборотными активами, — индекс постоянного актива. Это — единица за вычетом коэффициента маневренности.

Индекс постоянного актива измеряет долю источников собственных средств, отвлекаемых в основные средства и внеоборотные активы. Чем он выше, тем более необходимо привлечение долгосрочных кредитов и займов или решение вопроса о возможностях уменьшения основных средств и, в первую очередь, других внеоборотных активов.

Во всех случаях для улучшения финансового состояния АО производственной сферы желательно, чтобы источники собственных средств увеличивались в большей степени, чем стоимость основных активов. Тогда индекс постоянного актива снижается, а мобильность имущества увеличивается. Но есть предел снижения этого индекса, ниже которого его изменение не оправданно. Если он снижается в связи с необеспеченностью производственной деятельности основными средствами, то одновременно с его снижением должно происходить уменьшение выручки от реализации или рентабельности реализации.

Снижение индекса постоянного актива может привести к сбоям в процессе деятельности, росту себестоимости. Если этого не происходит, снижение индекса имеет положительное последствие — повышение уровня маневренности собственных средств. Поэтому нам необходимо определить

другой показатель рентабельности — прибыль от реализации к выручке от реализации(в процентах). Выручка от реализации на анализируемых АО за 9 месяцев значительно превышает ее величину за 6 месяцев. Теоретически это говорит о росте объема производства, но в условиях анализируемого периода — об инфляционном росте цен.

Поэтому обратимся к показателю рентабельности. На анализируемых АО индекс постоянного актива снизился, рентабельность также уменьшилась. Отмечается тенденция к снижению уровня рентабельности.

Индекс постоянного актива в АО "Топаз" очень близок к единице, что не является положительным фактором. Можно констатировать тот факт, что уменьшение рентабельности реализации на 3 процента больше у АО "Топаз" по сравнению с АО "Автодвигатель".

Проанализируем, как меняется структура первого раздела актива баланса на двух АО за 9 месяцев.

Стоимость имущества возросла: в АО "Топаз" в 3,87 раза, в АО "Автодвигатель" в 4,1 раза.

Доля стоимости основных средств в общей стоимости имущества уменьшилась в АО "Топаз" на 32 процента, в АО "Автодвигатель" на 13 процентов. Доля незавершенного производства за 9 месяцев возросла в АО "Топаз" на 1 процент, в АО "Автодвигатель" на 2 процента (последний показатель на рентабельность реализации не влияет).

Решающей характеристикой АО, с финансовой точки зрения, является рентабельность, общая эффективность использования имущества.

3.4. Финансовая оценка инвестиционной привлекательности акционерных обществ производственной сферы

Одним из важнейших критериев вложения средств в АО является эффективность использования имущества. Под последней подразумевается

рентабельность активов — величина, производная от двух показателей: оборачиваемости активов и рентабельности реализации.

Показатели эффективности использования имущества приведены в таблице 9.27. Но недостаточно их знать, важно проанализировать, за счет каких факторов сложился уровень рентабельности активов.

Отметим рост активов:

12825442

в АО "Топаз" на 87% / = 187%/;

6868380

60207445

в АО "Автодвигатель" на 85% / = 185%/.

32612384

Материальные активы возросли:

7880455

в АО "Топаз" на 68% / = 168%/;

4687039

18724419

в АО "Автодвигатель" на 12% / = 112%/.

16730351

Оборачиваемость материальных активов увеличилась при снижении оборачиваемости всех активов, то есть замедление оборачиваемости имущества связано с ростом средств в расчетах.

Если бы доля основных и материальных оборотных средств в составе имущества за девять месяцев была такой как за шесть месяцев, оборачиваемость активов за девять месяцев составила бы в АО "Топаз" 0,75 оборота вместо 0,68, а в АО "Автодвигатель" 3,53 вместо

1,11 2,14 /АО "Топаз": $0,7 \times = 0,75$;

1,03

6,88

АО "Автодвигатель" $2,22 \times = 3,53/$.

4,33

Рентабельность активов составила бы: $0,75 \times 75 = 56,25$ (вместо 51,0);
 $3,33 \times 49 = 173,97$ (вместо 104,9).

Следовательно, перспективы дальнейшего повышения рентабельности активов — в улучшении структуры имущества и снижении в ней удельного веса средств в расчетах (АО "Топаз" 31 процент; АО "Автодвигатель" 38 процентов).

Такой же вывод о структуре имущества был бы сделан при анализе данных таблицы "Структура стоимости имущества" (табл.: 9.2.1; 9.2.2), средства в расчетах за девять месяцев увеличились в 3,1 раза в АО "Топаз" и в 3,8 раза в АО "Автодвигатель". Таким образом, структура имущества связана с необходимостью эффективного его использования.

Оборачиваемость активов АО "Автодвигатель" выше, чем у АО "Топаз", оборачиваемость материальных активов также в шесть раз превышает эту величину у АО "Топаз", рентабельность активов выше также у АО "Автодвигатель", но ниже рентабельность реализации. Но если рентабельность реализации будет снижаться, уровень эффективности использования имущества также может стать ниже.

АО "Топаз" для повышения рентабельности активов необходимо повышать их оборачиваемость.

Если сравнить структуру имущества двух АО, то мобильность его выше у АО "Автодвигатель" (доля оборотных средств, соответственно, 80 процентов у АО "Топаз" и 88 процентов у АО "Автодвигатель"). Значит проблема состоит в увеличении выручки от реализации АО "Автодвигатель".

За девять месяцев стоимость активов в АО "Автодвигатель" в 5 раз больше, чем у АО "Топаз", стоимость материальных активов в 2,38 раза, а выручка от реализации в 15 раз. Эффективность использования активов

достаточна у АО "Автодвигатель".

На уровень и динамику рентабельности активов разных АО влияют разные факторы. Для того чтобы дать экспертную оценку дальнейших изменений рентабельности активов, необходимо, чтобы хотя бы одна из составляющих показателя имела базу для устойчивого роста.

Например, если у АО производственной сферы есть перспектива увеличения объема реализации за счет увеличения объема производства или расширения производственных площадей и без резкого роста производственных запасов, то это является условием повышения рентабельности активов. Если такой перспективы нет, отсутствует и возможность повышения рентабельности активов, а вместе с этим снижается инвестиционная привлекательность.

Есть и другой способ повышения рентабельности активов: снижение стоимости их самих (сокращение излишних материальных запасов, дебиторской задолженности и внеоборотных активов). В случае если АО использует вышеуказанные меры, то его инвестиционная привлекательность может повыситься.

В конечном итоге решение о вложении средств в АО инвестор принимает в зависимости от курсовой стоимости акций данного АО и уровня выплачиваемых на них дивидендов. Оба эти показателя постоянно определяются финансовым состоянием предприятия (АО).

В дальнейшем, анализируя факторы, влияющие на курс акций и уровень дивидендов, мы рассмотрим взаимосвязь между данными показателями и общим финансовым состоянием АО.

Уровень дивидендов — один из факторов, напрямую связанных с финансовым состоянием АО. Он зависит от следующих показателей АО:

- а) суммы чистой прибыли;
- б) части чистой прибыли, которая может быть направлена на выплату дивидендов с учетом необходимости осуществления за счет

нее других затрат;

- в) удельный вес привилегированных акций в общем их количестве;
- г) уровень дивидендов, объявленный по привилегированным акциям ;
- д) стоимость уставного капитала и общее количество акций, выпущенных в обращение.

Рассмотрим влияние первых трех факторов по анализируемым АО . В расчет приняты фактические данные балансов и формы отчета N2, а также фактический вариант акционирования.

Резкие колебания уровня дивидендов возникают под влиянием действия каждого из перечисленных факторов.

Сумма чистой прибыли такова, что направление 10 процентов ее на выплату дивидендов позволяло АО "Топаз" обеспечить их уровень за 9 месяцев — 208,7 процентов. АО "Автодвигатель", использовав на выплату дивидендов 15 процентов чистой прибыли, имеет их на уровне — 490,3 процента.

Установленный дивиденд по привилегированным акциям практического влияния на выплаты дивидендов по обыкновенным акциям не оказал, последние получались выше установленного уровня по привилегированным акциям.

Таким образом, мы установили, что уровень дивидендов находится в большой зависимости от суммы чистой прибыли и ее доли, направляемой на выплату дивидендов.

Сама же чистая прибыль, факторы формирования которой мы рассматривали выше, складывается под влиянием величины выручки от реализации, ее рентабельности и суммы налогов из прибыли.

Доля чистой прибыли, которую АО может направить на выплату дивидендов, зависит от ряда показателей финансового состояния АО:

— уровня изношенности основных средств и необходимости направления прибыли на финансирование капитальных вложений;

- прироста оборотных средств;
- необходимости создания резервного фонда (из анализируемых нами АО резервный фонд создан в АО "Автодвигатель" и, возможно, будет увеличиваться в АО "Топаз", часть чистой прибыли которого надо направить на эту цель).

Таким образом, зная состояние имущества и источники его покрытия, потенциальный инвестор может определить, увеличится или уменьшится в последующие периоды доля чистой прибыли, направляемая на выплату дивидендов.

Например, в АО "Автодвигатель" логично предположить ее рост, а в АО "Топаз" — снижение. Тогда уровень дивидендов по анализируемым АО будет колебаться еще больше.

Рассмотрим уровень дивидендов в условиях возможной переоценки уставного капитала до размеров его реальной стоимости в настоящее время. Пока такая переоценка на анализируемых нами АО произведена не была. Если она будет осуществлена, то это коренным образом отразится на уровне дивидендов.

Во втором варианте по данным таблицы 9.28.2 показаны результаты переоценки уставного капитала и ее влияние на уровень дивидендов.

Условно уставной капитал анализируемых АО увеличен в 30 раз, при этом нам важен сам факт многократного увеличения уставного капитала и выпуска дополнительного количества акций под него. Соотношение числа привилегированных и обыкновенных акций сохранено и также увеличено в 30 раз.

Вариант два показывает, что при переоценке уставного капитала, принятые нами в расчет условия нереальны. Надо либо снизить объявленный уровень дивидендов по привилегированным акциям, либо пересмотреть долю чистой прибыли, направленной на выплату дивидендов. Это не касается АО "Автодвигатель", где только дивиденды по привилегированным акциям

превышают общую сумму чистой прибыли, предназначенной на выплату дивидендов (сравнение строк 6 и 5).

Снижать обыкновенный уровень дивидендов по привилегированным акциям нецелесообразно, так как он не слишком высок по сравнению с банковским процентом по депозитам. Единственный способ — увеличение доли чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов. Для этого нужно определить, каким будет уровень дивидендов, направляемых на выплату по обыкновенным акциям. Если их уровень окажется выше обыкновенного дивиденда по привилегированным акциям, можно использовать на их выплату часть чистой прибыли, соответствующую уровню дивидендов по привилегированным акциям. Расчет по предлагаемому методу приводится в таблице **9.28.1**.

Приведенный расчет свидетельствует о том, что анализируемым АО в этой ситуации надо решать разные задачи.

Если АО "Топаз" практически может использовать всю свободную чистую прибыль на выплату дивидендов, целесообразно снизить их уровень по обыкновенным акциям до уровня, объявленного по привилегированным (150 процентов за первое полугодие и 100 процентов за девять месяцев). Оставшаяся часть чистой прибыли может быть использована на другие цели.

АО "Автодвигатель" имеет достаточно высокий уровень дивидендов даже при использовании на их выплату всей свободной чистой прибыли. Проблема в увеличении чистой прибыли. Решение вопроса — в повышении рентабельности реализации. Если это невозможно, инвестиционная привлекательность АО по критерию уровня дивидендов остается невысокой, хотя другие показатели финансового состояния у него на достаточно высоком уровне.

Следовательно, мы приходим к выводу: чем ниже соотношение чистой прибыли и уставного капитала, тем меньший уровень дивидендов по акциям способно выплатить АО. Это соотношение также может служить критерием

инвестиционной привлекательности АО. На уровень дивидендов влияет также удельный вес привилегированных акций в общем их количестве, а также объявленный по ним дивиденд.

Чем больше доля привилегированных акций в общем их количестве, тем большая часть чистой прибыли, предназначенной на выплату дивидендов используется на привилегированные акции и, следовательно, меньшая часть остается на обыкновенные акции. Это положение верно в тех случаях, когда уровень дивидендов по привилегированным акциям выше, чем по обыкновенным. Если уровень одинаков, то доля привилегированных акций не играет роли.

Сделаем расчет влияния доли привилегированных акций в общем их количестве на уровень дивидендов по обыкновенным акциям. Нами взяты данные по АО "Топаз" за девять месяцев, к аналогичным выводам приведет и расчет для АО "Автодвигатель" (табл. **9.29**).

В расчет включены три варианта, различающиеся удельным весом привилегированных акций в общем их количестве: вариант с фактическим удельным весом 25 процентов и два условных варианта с удельным весом 10 и 40 процентов. Чистая прибыль, направляемая на выплату дивидендов сохранена на фактическом уровне во всех вариантах, кроме изменения 2 (строка 10 табл. **9.29** отражает другую сумму чистой прибыли).

Уровень дивидендов на привилегированные акции принят несколько выше, чем средний уровень дивидендов на все акции. Средний уровень равен 208,7, а в расчетах — 250 процентов на привилегированную акцию.

Анализ данных строки 7 таблицы **9.29** приводит нас к выводу: чем выше доля привилегированных акций, тем ниже дивиденды по обыкновенным акциям. Однако, различия невелики, так как дивиденды по привилегированным акциям немного выше среднего уровня.

Различия увеличиваются при более высоком уровне дивидендов по привилегированным акциям. Если сохранить величину дивидендов на

привилегированные акции 250 процентов и все остальные условия, но предположить изменение суммы чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов, то характер влияния окажется другим. Он показан в строках 10 и 11 таблицы 9.29.

В первом расчетном варианте чистая прибыль на 20 процентов больше фактической, во втором на 20 процентов. Уровень дивидендов на обыкновенные акции в первом расчетном варианте увеличивается на 30 процентов по сравнению с фактическим: 250

$$\times 100\% = 130\% .$$

193

При снижении источника на 20 процентов во втором расчетном варианте уровень дивидендов на обыкновенные акции снижается на 42 процента : 112

$$\times 100\% = 58\%; 100 - 58 = 42\% .$$

193

Такая разная мера влияния объясняется разной долей привилегированных акций в расчетных вариантах. Приходим к выводу, что владельцы обыкновенных акций тем больше рискуют своими дивидендами, чем выше уровень дивидендов по ним и чем больше вероятность снижения чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов.

Те АО, у которых присутствуют все эти обстоятельства менее привлекательны для инвесторов при прочих равных условиях.

Однако, если потенциальный инвестор делает выбор между АО "Топаз" и АО "Автодвигатель", то он предпочтет АО "Автодвигатель". Расчеты показали, что при самом неблагоприятном для владельцев обыкновенных акций варианте уровень дивидендов на них равен на АО "Топаз" 112 процентов, а на АО "Автодвигатель" 337 процентов.

Но уровень дивидендов — только один из критериев инвестиционной привлекательности. Кроме него, инвестору важно определить, возможен ли

рост в дальнейшем и насколько надежен уровень, объявленный в настоящее время. Гарантии для инвесторов определяются показателями уровня покрытия дивидендов по привилегированным акциям и величиной чистой прибыли в расчете на обыкновенную акцию.

Уровень покрытия дивидендов по привилегированным акциям позволяет узнать, сколько раз чистой прибылью в свободном распоряжении можно покрыть объявленные дивиденды по привилегированным акциям. Чем выше этот показатель, тем больше гарантирована акционерам выплата дивидендов как по привилегированным акциям, так и по обыкновенным.

Дивиденд по привилегированным акциям должен выплачиваться в первую очередь, поэтому в расчет принимается вся чистая прибыль, остающаяся в свободном распоряжении. В экстренных случаях она целиком может направляться на выплату дивидендов по привилегированным акциям, тогда по обыкновенным акциям дивиденды не выплачиваются.

Расчет уровня дивидендов по привилегированным акциям приведен в таблице **9.30**. Три варианта расчета соответствуют трем разным уровням дивидендов, объявленным на привилегированные акции.

Данные таблицы **9.30** свидетельствуют, что у АО "Автодвигатель" гарантии выплаты дивидендов на уровне 400 процентов выше, чем у АО "Топаз" на уровне 300 процентов.

Если бы АО "Автодвигатель" объявило по привилегированным акциям 1000 процентов дивидендов, уровень покрытия составил бы 77,2 ($193 : 2,5$).

Следовательно, в зависимости от доли привилегированных акций в общем количестве акций уровень покрытия дивидендов по ним должен быть у АО "Автодвигатель" от 190 до 950 процентов. Гарантии выплаты дивидендов по привилегированным акциям на уровнях, принятых в расчете, можно считать достаточным для обоих АО. Хочется отметить, что 100 процентов для АО "Топаз" — критический уровень ($27:3,3=8,2$).

Показатель чистой прибыли на обыкновенную акцию определяет не

только степень гарантированности выплат дивидендов, но и влияет на курс акций. Этот показатель рассчитан в таблице **9.31**.

Исходя из необходимости первоочередной выплаты дивидендов по привилегированным акциям, в расчет принимается чистая прибыль в свободном распоряжении, уменьшенная на их сумму.

Мы установили различия в размере чистой прибыли на одну обыкновенную акцию. Важно, что у анализируемых АО она превышает номинальную стоимость акции.

В случае переоценки уставного капитала, как мы условно приняли ранее, в 30 раз у АО "Топаз" и АО "Автодвигатель" прибыль на обыкновенную акцию будет выше ее номинальной стоимости. Это значит, что уровень дивидендов всегда будет выше 100 процентов к номиналу, присутствуют перспективы его повышения при неизменной величине чистой прибыли. Например, АО "Топаз" будет иметь чистую прибыль на одну акцию за 9 месяцев в сумме 0,88 тыс. руб. (26,4/30), а за год при прочих равных условиях 1,17 тыс. руб. АО "Автодвигатель" соответственно 1,07 (32,1/30) за девять месяцев и 1,43 за год.

У АО "Автодвигатель" чистая прибыль на одну акцию выше на 0.26 тыс. руб. (1,43-1,17). Чистая прибыль на обыкновенную акцию направляется на выплату дивидендов и является одним из показателей, влияющих на курс акций. Разница между чистой прибылью на обыкновенную акцию и уровнем дивидендов — это резерв для увеличения уровня дивидендов. Большая сумма чистой прибыли на обыкновенную акцию свидетельствует, что при данном уровне дивидендов АО имеет источник для развития производственной и социальной сфер.

Приведенные нами расчеты показывают, что чистая прибыль на обыкновенную акцию тем меньше, чем больше доля привилегированных акций в общем их количестве и чем выше уровень дивидендов по ним. Потенциальный инвестор при прочих равных условиях вложит средства в

АО, где меньший удельный вес занимают привилегированные акции (доля привилегированных акций в АО "Топаз" составляет 25 процентов, а в АО "Автодвигатель" 4 процента), следовательно, в АО "Автодвигатель".

Для владельцев обыкновенных акций представляет интерес коэффициент выплаты дивидендов. Это отношение суммы дивидендов на обыкновенную акцию к чистой прибыли на нее. Как уже отмечалось ранее, при достаточно большой величине чистой прибыли АО может выплачивать высокие дивиденды, расходуя на них незначительную часть чистой прибыли. В этом смысле низкий коэффициент выплаты дивидендов косвенно свидетельствует о высокой рентабельности АО. Но если даже уровень дивидендов высок, необходимо повышать его и в дальнейшем. Иначе есть опасность, что держатели обыкновенных акций предпочтут продать их и приобрести акции другого АО, где уровень дивидендов ниже, но постоянно повышается.

Рассмотрим как сказывается коэффициент выплаты дивидендов в анализируемых АО (таблица 9.32). Данные для расчета основаны на фактических показателях рассматриваемых АО.

Уровень дивидендов по привилегированным акциям на данных АО выше объявленного, так как размер чистой прибыли и доля ее на выплату дивидендов позволили повысить его. Таблица 9.32 показывает, что уровень дивидендов по обыкновенным акциями за три месяца возрос в АО "Топаз" на 120,5 процента, а в АО "Автодвигатель" на 118,3 процента.

Рост уровня дивидендов произошел при почти неизменных коэффициентах выплаты дивидендов на анализируемых АО. В случае если бы даже при повышении дивидендов коэффициент их выплаты снижался, это негативно воспринялось бы потенциальными инвесторами.

Размеры чистой прибыли могут применяться под влиянием разных обстоятельств, но важно, какая ее часть направляется на выплаты владельцам акций.

Сложившееся фактически соотношение чистой прибыли и уставного капитала на анализируемых АО не создаст практических проблем с коэффициентом выплаты дивидендов и их уровнем. Это может появиться, если произойдет переоценка уставного капитала.

В строке 9 таблицы **9.32** рассчитан коэффициент выплаты дивидендов при сохранении их уровня в случае, если уставной капитал в результате переоценки увеличится в 30 раз.

Показатели строки 9 на всех АО и во все периоды превышают 100. Это значит, что при переоценке уставного капитала ни одно АО не сможет выплатить дивиденды на нынешнем уровне, даже используя для этого всю чистую прибыль.

Сохранив уровень дивидендов по привилегированным акциям, АО "Топаз" сможет выплатить по обыкновенным акциям за 6 месяцев 44,6 процента (124,4/2,79) и 86,8 процента (244,9/2,82) за 9 месяцев; "Автомобиль" — 73,7 процента (218,8/2,97) за 6 месяцев и 106 процентов (337,1/3,18) за 9 месяцев, если вся чистая прибыль пойдет только на выплату дивидендов. Если по каким-либо причинам анализируемые АО смогут истратить только 50 процентов свободной чистой прибыли на выплату дивидендов, то уровень уменьшится вдвое по сравнению с расчетными данными. В этих условиях коэффициент выплаты дивидендов на обыкновенную акцию приобретает решающее значение для уровня дивидендов и, соответственно, для держателей обыкновенных акций. Таблица **9.33** подтверждает это.

Высокий коэффициент выплаты дивидендов при прочих равных условиях определил во втором варианте расчета самый высокий уровень дивидендов у АО "Автомобиль". АО "Топаз" может еще повысить дивиденды на обыкновенные акции, снизив их по привилегированным акциям (в случае если все эти расчеты сделаны до объявления дивидендов по привилегированным акциям).

Таким образом, мы выявили практическое значение коэффициента выплаты дивидендов по обыкновенным акциям для оценки инвестиционной привлекательности АО.

Курс акций, если оценивать его только по этому критерию, может быть в соответствии с данными графы 4 таблицы **9.33** более высоким у АО "Автодвигатель", которое сумело направить на выплату дивидендов более высокую долю чистой прибыли и этим обеспечило высокий уровень дивидендов.

Однако, при такой оценке важно определить последствие направления всей или почти всей чистой прибыли на выплату дивидендов. Если это сделано без ущерба для дальнейшей деятельности АО, то оценка верна. Если же в результате ухудшаются финансовые показатели и в последующие периоды может снизиться прибыль, то нельзя оценивать инвестиционную привлекательность по этому коэффициенту.

Одним из важных показателей для потенциальных инвесторов является стоимость чистых активов в расчете на акцию. Он измеряет уровень обеспеченности акций активами и имеет практическое значение в случае ликвидации АО.

Чистые активы — это стоимость активов за вычетом нематериальных активов и всей суммы долгов. Чистые активы, обеспечивающие привилегированные акции — это вся величина чистых активов, так как в первую очередь удовлетворяются требования держателей привилегированных акций. Чистые активы за минусом номинальной стоимости привилегированных акций обеспечивают обыкновенные акции.

Строка 8 таблицы **9.34** показывает, что АО "Топаз" может обеспечить чистыми активами за 9 месяцев номинал привилегированных акций в 84,3 раза, а АО "Автодвигатель" в 986,2 раза (это очень высокий уровень обеспеченности, так как доля привилегированных акций в общем их количестве невелика).

Чистая номинальная стоимость активов на одну обыкновенную акцию (строка 9) достаточно высока даже у АО "Топаз" — на каждую тысячу рублей держатель обыкновенных акций может получить при его ликвидации 27,8 тыс. руб., а АО "Автодвигатель" 39,4 тыс. руб.

В случае переоценки уставного капитала данные строк 8 и 9 таблицы 3.34 снизятся по принятым ранее условиям в 30 раз. Из приведенного расчета понятно, что чем больше доля привилегированных акций в общем их количестве, тем меньше уровень обеспеченности чистыми активами обыкновенных акций.

Стоимость чистых активов в расчете на акцию оказывается в непосредственной зависимости от уровня платежеспособности АО, а это — в первую очередь от соотношения уставного капитала и активов.

Это соотношение характеризуется данными таблицы:

Соотношение уставного капитала и активов (в процентах).

1993 г.

01.01	01.07	01.10
-------	-------	-------

АО "Топаз"	7,05	2,27	1,36	АО "Автодвигатель"	7,40	2,56	1,72
------------	------	------	------	--------------------	------	------	------

На первый взгляд, наиболее инвестиционно привлекательно АО "Топаз". Но не совсем правильно оценивать уровень инвестиционной привлекательности только исходя из дивидендов (даже максимальных, когда вся чистая прибыль используется на выплату дивидендов), по двум причинам:

1. Сам уровень дивидендов зависит от того, какую часть чистой прибыли АО производственной сферы может направить на выплату дивидендов без ущерба для своей деятельности и при сложившемся финансовом состоянии.

2. Обычно больше, чем дивиденды инвестора, интересует курс акций, а он зависит от перспективы деятельности предприятия, его

платежеспособности и финансовой устойчивости.

На курс акций, как уже отмечалось, влияет множество факторов. Целью нашего исследования является рассмотрение тех, которые связаны с финансовым состоянием АО. При прочих равных условиях курс акций тем выше по отношению к ее номинальной стоимости, чем выше уровень платежеспособности и финансовой устойчивости АО производственной сферы и чем больший размер дивидендов оно может обеспечить.

По этим причинам подход к инвестиционной привлекательности должен быть комплексным, с учетом всех аспектов его финансового состояния.

В результате проделанного анализа финансового состояния двух АО производственной сферы нами была сделана оценка инвестиционной привлекательности с точки зрения величины и динамики каждого показателя, характеризующая финансовое состояние.

Представим эти показатели в следующем виде (таблица **9.35**), позволяющем определить потенциальным инвесторам целесообразность вложения средств в данные АО.

По данным проведенного анализа финансового состояния АО, наиболее неблагоприятным для инвесторов акционерным обществом является АО "Топаз", так как у него большая доля заемных средств в составе пассивов, оно не достигает нормального уровня платежеспособности более чем на 90 процентов, хотя имеет коэффициент чистой выручки 54 процента. У него низкий коэффициент обеспеченности запасов собственными оборотными средствами, причем к концу третьего квартала он снизился более чем на 20 процентов.

Данное АО имеет большую зависимость от заемных средств, но рентабельность активов возросла за третий квартал почти на 65 процентов. По чистой прибыли и чистым активам в расчете на одну обыкновенную акцию АО "Топаз" отстает от АО "Автодвигатель". Однако в условиях своего

финансового состояния АО "Топаз" не сможет использовать значительную часть чистой прибыли на выплату дивидендов, она должна пойти на укрепление финансовой устойчивости. Финансовое состояние, которое сложилось у данного АО на 01.10.93г. исключает возможность выплаты дивидендов за счет прибыли, а резервный фонд у него еще не сформирован.

Что касается чистых активов на обыкновенную акцию, то они приобретают практическое значение для инвесторов только в случае ликвидации АО, но и они в 1,2 раза меньше, чем у АО "Автодвигатель".

Таким образом, инвестор, ориентируясь только на показатели, связанные с акциями, и не зная общей картины финансового состояния, может принять неправильное решение.

АО "Автодвигатель" находится в лучшем финансовом положении, чем АО "Топаз", но имеет также свои различные сильные и слабые стороны. У него в два раза (по сравнению с АО "Топаз") меньше степень зависимости от заемных средств. Но рентабельность активов у него ниже, чем у АО "Топаз" и размер чистой прибыли в расчете на обыкновенную акцию не очень высок (32,1 процента).

Для того чтобы оценить перспективу для дальнейшего изменения этого показателя, необходимо обратиться к итогам анализа коэффициента чистой выручки. Он на АО "Автодвигатель" ниже, чем на АО "Топаз", но есть одно преимущество у АО "Автодвигатель" — устойчиво высокая доля чистой прибыли в балансовой прибыли. Достаточно стабильна динамика чистой прибыли в балансовой прибыли у АО "Автодвигатель" за третий квартал. Мы имеем в виду чистую прибыль в свободном распоряжении, которая может использоваться при устойчивом финансовом положении на выплату дивидендов.

Высокая рентабельность активов определяется высокой рентабельностью реализации. На АО "Автодвигатель" за третий квартал она снизилась на 7 процентов, но при спросе на продукцию и повышении цен на

нее возможен ее рост. У АО "Топаз" она снизилась на 10 процентов.

Следовательно, при высоком спросе на продукцию автомобилестроительного комплекса потенциальный инвестор, заинтересованный в росте курса акций и перспективе повышения дивидендов, а не только сложившемся их уровне на дату анализа, может предпочесть АО "Автодвигатель", так как у него доля заемных средств в источниках меньше и хороший уровень платежеспособности. Для АО "Топаз" дальнейшее увеличение доли заемных средств в источниках может стать опасным для платежеспособности. Удельный вес чистой прибыли в балансовой по итогам 9 месяцев у АО "Топаз" выше, чем у АО "Автодвигатель" на 3 процента, но показатели финансовой устойчивости лучше у АО "Автодвигатель".

Также важной является оценка спроса на продукцию, выпускаемую анализируемыми АО. Если ответ положителен, то дивиденды могут быть высокими.

Необходимо также принимать во внимание уровень изношенности основных средств. Он выше у АО "Топаз", что потребует направления чистой прибыли на капитальные вложения и ограничит возможности выплаты дивидендов.

Если же ориентироваться только на сложившейся уровень чистой прибыли на акцию и дивидендов, то вложение следует делать в АО "Автодвигатель", так как доля привилегированных акций в общем их количестве незначительна и составляет 4 процента, а у АО "Топаз" их 25 процентов.

Следует отметить, что курс акций зависит не только от уровня дивидендов. На него влияют разные факторы, среди которых — перспективы развития производственной деятельности акционерных обществ, которые могут привести либо к снижению, либо к росту курса, независимо от уровня дивидендов.

В практике функционирования развитого рынка ценных бумаг есть

показатель, характеризующий отношение курса акций к чистой прибыли в расчете на акцию. Он складывается в зависимости от имеющейся информации об общем состоянии предприятия и, в том числе, о финансовом состоянии.

Отношение может остаться неизменным даже при изменении величины чистой прибыли на акцию. При этом курс акций изменяется вне связи с чистой прибылью на акцию.

Рассмотрим определение курса акций по показателю отношения курса акций к чистой прибыли.

В первом варианте табл. **9.36** существует взаимосвязь, которая выражается через отношение, и тем она выше, чем больше чистая прибыль на обыкновенную акцию по фактическим результатам деятельности.

Во втором варианте отношение курса к чистой прибыли учитывает перспективы развития акционерных обществ производственной сферы.

Если допустить, что показатель отношения курса к чистой прибыли на обыкновенную акцию, сложившейся на рынке ценных бумаг, сохраняется в течение года и в следующем квартале АО "Топаз" будет иметь чистую прибыль на акцию в размере 20 тыс. рублей (вместо 25,7 тыс. руб.), то курсовая стоимость акций снизится до 6 тыс. рублей ($20 \times 30 : 100$). Если же АО "Автодвигатель" получит чистую прибыль на акцию 50 тыс. руб., то курсовая стоимость составит 20 тыс. руб. ($50 \times 40 : 100$).

Рассмотрим, что может произойти в условиях реальной оценки уставного капитала. Очевидно, что тогда и отношение курса акций к чистой прибыли будет выражаться не в процентах, а в коэффициенте, причем логично предположить, что акции АО "Топаз" будут стоить по курсу 0,3 номинала, а акции АО "Автодвигатель", соответственно, 0,5 номинала.

Таким образом, мы пришли к выводу, что для определения инвестиционной привлекательности акционерных обществ производственной сферы необходим всесторонний анализ финансового состояния; причин и

факторов, влияющих на уровень чистой прибыли на акцию и дивидендов; перспектив их роста или уменьшения, в связи с улучшением или ухудшением финансового состояния.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Итак, в соответствии с планом исследования мы завершили рассмотрение основных проблем, связанных с финансовой стороной деятельности акционерных обществ в условиях углубления рыночных отношений в России. Подводя итоги, сформулируем наиболее важные теоретические положения и выводы диссертации.

1. Акционерная форма организации экономической жизни есть продукт развития экономических отношений и в настоящее время занимает ведущее место по масштабам хозяйственной деятельности. АО во многом сглаживают противоречия, возникающие в условиях перехода к рыночным отношениям.

2. Акционерные общества, являющиеся основной формой организации современных крупных предприятий во всем мире, представляют собой наиболее совершенный правовой механизм организации экономики на основе объединения имущества как физических, так и юридических лиц. Основными чертами акционерных предприятий являются:

- разделение акционерного капитала на равномерные, свободно обращающиеся доли — акции;
- ограничение ответственности участников по обязательствам общества только взносами в капитал общества;
- уставная основа объединения, позволяющая легко менять число участников и размеры акционерного капитала.

3. Финансовая деятельность, как часть хозяйственной деятельности АО, включает в себя все денежные отношения, связанные с производством и реализацией продукции и услуг, воспроизводством основных и оборотных

фондов, образованием и использованием доходов.

Таким образом, финансы АО — это совокупность денежных отношений, возникающих в процессе производства и реализации продукции (услуг) и включающих формирование и использование денежных доходов, обеспечение кругооборота средств в воспроизводственном процессе, организацию взаимоотношений с другими предприятиями, бюджетом, банками, страховыми организациями и др.

Исходя из этого, управление финансами АО прежде всего должно быть направлено на формирование финансовых ресурсов, необходимых для успешного его функционирования и на обеспечение роста инвестиционной привлекательности.

4. Для понимания особенностей образования и функционирования АО предлагается их классификация по признакам, отражающим:

- организационно-правовые аспекты деятельности;
- экономические.

5. Исследование показало, что создание новых акционерных обществ происходит путем объединения капиталов в материальной и нематериальной формах. При этом важнейшее значение имеет способ формирования уставного капитала (фонда). Во-первых, уставный фонд отражает закрепленной в уставе АО право на ведение собственной (независимой) предпринимательской деятельности. Во-вторых, это стартовая или начальная величина капитала, дающая толчок к дальнейшей деятельности общества.

6. При формировании уставного капитала АО необходимо четко определить:

- порядок проведения независимой экспертной оценки состояния имущества и нематериальных активов вносимых в уставный фонд (часто и порой необосновано, при формировании уставного фонда, искусственно завышают его величину за счет применения разных оценок стоимости неосязаемых активов (ноу-хау, научные разработки и т.д.);

— более обоснованную юридически и экономически норму о том, что решение об уменьшении уставного капитала вступает в силу не ранее чем через три месяца после внесения соответствующей записи в реестр и публикации об этом в установленном порядке (в действующем Положении об акционерных обществах неоправдано упрощен порядок уменьшения уставного капитала, что может привести к ущемлению интересов кредиторов общества).

7. С точки зрения защиты кредиторов акционерного общества важную роль играет ликвидность и платежеспособность АО. По нашему мнению, необходимо законодательно закрепить перечень публикуемых показателей финансового состояния АО и методику их расчета.

8. Анализ результатов первого этапа приватизации показал, что заниженная "номинальная" стоимость акций приватизированных предприятий давала большие возможности для биржевой игры, отрыва продажной (рыночной) стоимости от номинала, роста их биржевого курса. Такое положение дел в будущем вынуждает АО отрабатывать тактику по поддержанию курса своих акций. В дальнейшем произойдет более четкое разделение акционерных обществ по сегментам фондового рынка, на биржевой и внебиржевой оборот их акций.

9. Акции приватизированных промышленных предприятий (за исключением АО теплоэнергетического комплекса) мало привлекательны по следующим причинам:

- а) низкая доходность предприятий, как следствие кризиса экономики;
- б) невысокая ликвидность акций обусловленная слабо развитым вторичным рынком ценных бумаг.

10. Проблема управления инвестиционными процессами включает прогнозирование финансовой устойчивости АО. Поэтому она должна рассматриваться с двух точек зрения:

- интересов финансового управления АО в целях получения эф-

фективного результата своей деятельности;

— интересов инвестора как потребителя результатов хозяйственной деятельности в условиях финансового рынка.

11. Оптимальное соотношение собственных и заемных источников положительно сказывается на финансовых результатах и в конечном итоге может привести к росту рыночной стоимости акций АО.

12. Для достижения высоких результатов деятельности АО необходимо постоянно обращаться к оценке их финансового состояния. Она выражается системой показателей, которые можно условно разделить на четыре группы:

- а) показатели необходимые для налоговых органов;
- б) показатели для банков и прочих кредиторов;
- в) показатели для деловых партнеров АО;
- г) показатели для акционеров.

Это связано с выражением интересов каждой группы потребителей информации.

13. Принятие решения о вложении средств в акционерное общество зависит от целого ряда факторов, важнейшими из которых могут являться курсовая стоимость акций, уровень выплачиваемых дивидендов, конкурентоспособность продукции и др.

Для того, чтобы привлекать новых инвесторов необходимо предоставлять информацию о финансовом состоянии акционерного общества и его развитии.

Оценить АО можно по системе аналитических показателей, характеризующих финансовый аспект развития. Наиболее общими показателями в этой системе являются: ликвидность, платежеспособность, рентабельность и оборачиваемость. Они и являются главными индикаторами привлекательности.

14. Принятие решения инвестора о вложении капитала зависит от имущественного состояния акционерного общества и величины источников

его покрытия, которые определяют динамику рентабельности и долю чистой прибыли, направляемую на выплату дивидендов.

15. Подход к оценке инвестиционной привлекательности должен быть комплексным: с одной стороны, учитывающим все аспекты финансового состояния АО, с другой — конъюнктуру рынка ценных бумаг.

16. Основу методики определения наиболее привлекательного акционерного общества, с точки зрения вложения в него средств, должны составлять: предварительный анализ отчетных и прогнозируемых данных; оценка финансового состояния; изучение движения ресурсов; учет конъюнктурных колебаний финансового рынка.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

Законы, решения, постановления

1. Закон РФ "О введении в действие части первой Гражданского кодекса Российской Федерации" от 30.11.94 г. // "Российская газета", N 238-239, 8 декабря 1994 г.

2. Указ Президента РФ N 1186 от 07.10.92 г. "О мерах по организации рынка ценных бумаг в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий" / Все об акционерных обществах России 1994 г. — М.: Дизайн-РУС ИНВЕСТ, 1994. — 350 с.

3. Указ Президента РФ N 1769 от 27.10.93 г. "О мерах по обеспечению прав акционеров" / Все об акционерных обществах России 1994 г. — М.: Дизайн-РУС ИНВЕСТ, 1994. — 350 с.

4. Указ Президента РФ N 2270 от 22.12.93 г. "О некоторых изменениях в налогообложении и во взаимоотношениях бюджетов разных уровней" / Все об акционерных обществах России 1994 г. — М.: Дизайн-РУС ИНВЕСТ, 1994. — 350 с.

5. Указ Президента РФ N 2284 от 24.12.93 г. "О государственной программе приватизации государственных и муниципальных предприятий в РФ" / Все об акционерных обществах России 1994 г. — М.: Дизайн-РУС ИНВЕСТ, 1994. — 350 с.

6. Указ Президента РФ N 1374 от 28.06.94 г. "О мерах по защите интересов граждан на этапе перехода от чековой к денежной приватизации" // Экономика и жизнь, 1994. — N 27.

7. Указ Президента РФ N 1498 от 20.07.94 г. "О дополнительных мерах по защите интересов граждан на этапе перехода от чековой к денежной приватизации" // Экономика и жизнь, 1994. — N 31.

8. Указ Президента РФ N 1535 от 22.07.94 г. "Об основных положениях государственной программы приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации после 1 июля 1994 года" // Экономика и жизнь, 1994. — N 31-32.

9. Указ Президента РФ N 2063 от 04.11.94 г. "О мерах по государственному регулированию рынка ценных бумаг в Российской Федерации" // Коммерсантъ, 1994. — N 43.

10. Положение об акционерных обществах. Постановление Совета Министров РСФСР /в редакции: Постановление Правительства РФ N 255 от 15.04.92 г. / N 601 от 25.12.90 г. / Все об акционерных обществах России 1994 г. — М.: Дизайн-РУС ИНВЕСТ, 1994. — 350 с.

11. Положение о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР. Постановление Правительства РСФСР N 78 от 28.12.91 г. / Все об акционерных обществах 1994 г. — М.: Дизайн-РУС ИНВЕСТ, 1994. — 205 с. (книга вторая).

12. О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг на территории Российской Федерации. Инструкция Минфина РФ (в редакции Письма Минфина РФ N 132 от 15.11.93 г.) N 2 от 03.03.92 г. / Все об акционерных обществах 1994 г. — М.: Дизайн-РУС ИНВЕСТ, 1994. — 205 с. (книга

вторая).

13. Об использовании механизма ускоренной амортизации и переоценке основных фондов. Постановление Правительства РФ N 967 от 19.08.94 г. // Финансовая газета, 1994. — N 41.

14. О внесении изменений и дополнений в письмо Минфина РФ от 7 февраля 1994 г. N 14 "О некоторых вопросах оценки стоимости имущества приватизируемых предприятий, порядке изменения размера уставных капиталов акционерных обществ в связи с переоценкой основных фондов на 1 января 1994 года". Минфин РФ от 20.09.94 г. N 129 // Финансовая газета, 1994. — N 42.

Труды классиков экономической теории

15. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. — М.: Прогресс, 1978. — 432 с.

16. Кондратьев Н.Д. Проблемы экономической динамики. — М.: Экономика, 1989. — 247 с.

17. Леонтьев В. Экономические эссе. — М.: Политиздат, 1990. — 347 с.

Книги, монографии, брошюры

18. Абрамычев А.В. Организация учета и отчетности акционерных компаний капиталистических стран. — М.: МГИМО, 1987. — 34 с.

19. Авилов Г.Е., Медведева Г.С. Предприятие, акция, работник. — М.: Знание, 1991. — 76 с.

20. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. — М.: Финансы и статистика, 1992. — 352 с.

21. Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. — М.: Финансы и статистика, 1991.

22. Андросова Л.Д. Финансы предприятия. — М.: Финвест, 1991. — 31 с.
23. Балабанов И.Т. Финансовый менеджмент. — М.: Финансы и статистика, 1994. — 224 с.
24. Барнгольц С.Б., Таций Г.М. Экономический анализ хозяйственной деятельности предприятий и объединений. — М.: Финансы и статистика, 1986.
25. Белобородова В.А., Новодворский В.Д., А.Н. Романов, Слабинский В.Т., Хорин А.Н., Чечета А.П. Как читать балансовый отчет. — М.: Финансы и статистика, 1992. — 208 с.
26. Белозерцева А.А. Руководство по биржевому делу: товарные сделки, ценные бумаги. — М.: Агропромиздат, МФ СП "Аспект", 1991.
27. Белык Б.Н., Столбов М.Г. Акционерные общества. Законодательные акты СССР и РСФСР. Нормативные материалы министерств и ведомств. Регистрационные документы. — М.: Центр "Сфера"90, 1991. — 224 с.
28. Болдырев Б.Г. Финансы капитализма. — М.: Финансы и статистика, 1990. — 384 с.
29. Голубович А.Д., Миринская О.М. Биржевая торговля и инвестирование в США. — М.: АО "МЕНАТЕП — ИНФОРМ", 1991.
30. Голубович А.Д., Фиркало Д.Г., Хенкин Б.Л. Создание акционерных обществ: отечественная и зарубежная практика. — М.: АО "МЕНАТЕП — ИНФОРМ", 1992. — 208 с.
31. Гончаренко Л.И. Ценные бумаги: учет и налогообложение. — М.: АО "ДИС", 1994. — 64 с.
32. Грабарник В.Е. Бизнес на рынке ценных бумаг. Российский вариант. — М.: Граникор, 1992. — 510 с.
33. Григорьев Ю.А., Зеленоборский В.П. Основы анализа и контроля коммерческой и финансовой деятельности акционерных обществ с участием внешнеторговых объединений за границей. — М.: ВАВТ, 1994.

34. Гришин В.Д. Акционерные общества / финансы, коммерция, учет, ревизия/. — М.: Ассоциация "МИР", 1991. — 333 с.
35. Дойл Д. Как создать предприятие. — Таллин, 1991.
36. Дойников И.В. Правовое регулирование рынка ценных бумаг. — М.: Брандар, 1993. — 178 с.
37. Ефимов О.В. Как анализировать финансовое положение предприятия. — М.: Интел — Синтез, 1994. — 117 с.
38. Зудилин А.П. Анализ хозяйственной деятельности предприятий развитых капиталистических стран. — М.: Университет дружбы народов им. Патриса Лумумба, 1986.
39. Зудилин А.П. Анализ финансового положения капиталистического предприятия и использованного им капитала. — М.: Институт дружбы народов, 1982.
40. Карпов В.В. Все об акционерных обществах России. — М.: Экономико-финансовый и юридический центр "Дизайн — РУС ИНВЕСТ", 1994. — 350 с. (книга первая); — 205 с. (книга вторая).
41. Карташов А.Г. Как заработать деньги? Фондовая биржа и финансовые рынки. — Л.: Культ-информпресс, 1991.
42. Киперман Г.Я., Беляков А.З. Налогообложение предприятий и граждан в Российской Федерации. — М.: МВЦ "Айтолан", 1992.-197 с.
43. Кириллов К.В. Операции на бирже. Рекомендации владельцам ценных бумаг. — М.: МЕНАТЕП ИНФОРМ, 1991.
44. Ковалев В.В., Евстигнеев Е.Н., Соколов В.Я. Организация бухгалтерского учета на совместных предприятиях. — М.: Финансы и статистика, 1991.
45. Кодацкий В.П. Ваша прибыль в условиях рынка. — М.: Финансы и статистика, 1994. — 96 с.
46. Крайнева Э.А. Бухгалтерский учет операций с ценными бумагами. — М.: Инфра-М, 1994. — 96 с.

47. Крейнина М.Н. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности акционерных обществ в промышленности, строительстве, и торговле. — М.: АО "ДИС", 1994. — 253 с.
48. Крылов Т.Б. Выбор партнера: анализ отчетности капиталистического предприятия. — М.: Финансы и статистика, 1991.
49. Кудрявцев Ю.Н. Подготовка и составление годовой бухгалтерской отчетности за 1993 год. — М.: АО "ДИС", 1994. — 80 с.
50. Линнакс Э.А. Финансовый учет акционерного общества в США. — М.: Финансы и статистика, 1991. — 48 с.
51. Макарова В.И. Комментарий к Положению о составе затрат по производству и реализации продукции и о порядке формирования финансовых результатов. — М.: Финансы и статистика, 1993. — 62 с.
52. Мансухани Г.Р. Золотое правило инвестирования. — М.: ЦЕРИХ, 1991.
53. Мизиковский Е.А. Новые объекты бухгалтерского учета: акции, облигации, векселя. — М.: Финансы и статистика, 1993. — 48 с.
54. Мусатов В.Т. Фондовый рынок: инструменты и механизмы. — М.: Международные отношения, 1991.
55. Мухачева В.В. Акционерное общество — залог успеха. — М.: Российское право, 1992. — 80 с.
56. Нидлз Б., Андерсон Х., Колдуэлл Д. Принципы бухгалтерского учета. — М.: Финансы и статистика, 1993. — 496 с.
57. Николаева С.А. Особенности учета затрат в условиях рынка: система "Директ-костинг". — М.: Финансы и статистика, 1993. — 72 с.
58. Палий В.Ф. Новая бухгалтерская отчетность. — М.: Контролинг, 1991.
59. Палий В.Ф. Бухгалтерский учет в акционерном обществе. — М.: Аудиторская фирма "Контакт", 1991. — 128 с.
60. Паперно Л.Б. Акции и другие ценные бумаги. Работа брокера на

фондовой бирже. — Рига: Фирма "ИФ", 1992. — 80 с.

61. Парканский А.Б., Чепраков С.В., Дубинин С.К. США: государство и рынок. — М.: Наука, 1991. — 200 с.

62. Патров В.В., Ковалев В.В. Как читать баланс. — М.: Финансы и статистика, 1993. — 256 с.

63. Петраков Н.Я. Портфель приватизации и инвестирования. — М.: СОМИНТЭК, 1992. — 752 с.

64. Петраков Н.Я. Инвестиционно-финансовый портфель. — М.: СОМИНТЭК, 1993. — 752 с.

65. Подвинская Е.С., Жилиева Н.И. Все об акционерных обществах. — М.: Машиностроение, 1993. — 80 с.

66. Романов А.Н., Лукасевич И.Я. Оценка коммерческой деятельности предпринимательства: опыт зарубежных корпораций. — М.: Финансы и статистика. Банки и биржи, 1993. — 96 с.

67. Рубцова С.В. Современный рынок ценных бумаг. Аналитические и справочные материалы. — Владикавказ: ИПФ "Ариан", 1992. — 216 с.

68. Стоянов Е.Н., Стоянова Е.С. Экспертная диагностика и аудит финансово-хозяйственного положения предприятия. — М.: Перспектива, 1993. — 90 с.

69. Таганов Д.Г. Акции и биржа: как приумножить, а не потерять ваши деньги. — М.: Нова-пресс, 1991. — 76 с.

70. Хойер В. Как делать бизнес в Европе. — М.: Фонд "За экономическую грамотность", 1991. — 253 с.

71. Черник Д.Г. Финансовые аспекты рыночной экономики. — М.: Финансы и статистика, 1994. — 64 с.

72. Черников Г.П. Фондовая биржа: международный опыт.- М.: Международные отношения, 1991. — 192 с.

73. Энтони Р., Рис Дж. Учет: ситуации и примеры. — М.: Финансы и статистика, 1993. — 560 с.

74. Эрик С. Зигель, Лорен А. Шульц, Брайен Р. Форд, Дэвид С. Карни. ПОСОБИЯ ЭРНСТ ЯНГ. Составление бизнес-плана. — М.: АОЗТ "Джон Уайли энд Санз", 1994. — 224 с.

75. International Financial Statistics. Yearbook 1990 Washington, 1991, p. 463.

76. Japan Statistical. Yearbook 1990. Tokyo, 1990, p. 553.

77. Statistical Abstract of the U.S. 1991. Washington, 1991, p. 525.

Статьи в сборниках и периодической печати

78. Артистов Г. Инвестиционные фонды: мировой опыт // Рынок ценных бумаг. 1993. — N 6.

79. Алексеев А. При увеличении уставного капитала // Журнал для акционеров. 1992. — N 7-8.

80. Алексеев А. Международный институт фондового рынка // Журнал для акционеров. 1992. — N 6.

81. Безруких П. К отчету по выпуску ценных бумаг // Экономика и жизнь. 1994. — N 32.

82. Белова М. Денежная приватизация — за шаг до капитализма? // Экономика и жизнь. 1994. — N 31.

83. Болтов Ю. Страхование акций // Журнал для акционеров. 1992. — N 4.

84. Большаков С.В. Финансы предприятий и кредит // Деньги и кредит. 1994. — N 1.

85. Бухтиярова Т.И. Модель оценки финансового состояния предприятия // Финансы. 1992. — N 1.

86. Ваганов А. Самый ходовой товар на инвестиционной ... // Журнал для акционеров. 1992. — N 3.

87. Воеводская Н.П. О состоянии финансового рынка России // Деньги

и кредит. 1993. — N 12.

88. Витрянский В. Банкротство: ожидания и реальность // Экономика и жизнь. 1994. — N 49.

89. Волков А. Акционерные компании в Швеции // Журнал для акционеров. 1992. — N 5.

90. Волков А., Жуков К., Марченко А. Сюрпризы предъявительских бумаг // Коммерсантъ. 1994. — N 46.

91. Грачева М. Иновационная деятельность российских промышленных предприятий в 1992-1993 гг. // Экономика и жизнь. 1994. — N 10.

92. Данилов Ю., Горбатова Л. Законотворцы могут ухудшить ситуацию на фондовом рынке // Финансовые известия. 1994. — N 47.

93. Дерябина М. Тремя потоками.. Приватизация в Чехословакии // Журнал для акционеров. 1992. — N 7-8

94. Жидков Э.Ю. Приватизационные чеки в российской модели приватизации // Финансы. 1994. — N 4.

95. Златкис Б.И. Правовая база выпуска и размещения ценных бумаг // Деньги и кредит. 1993. — N 3.

96. Игнатова Е.Н., Прокофьева Л.Я. Рейтинговая оценка надежности партнера // Деньги и кредит. 1992. — N 2.

97. Инвестиции: вложить нужно как следует//Коммерсантъ. 1993. — N 0.

98. Каган М. Ведение реестра акционеров // Экономика и жизнь. 1994. — N 16.

99. Калинин М. Ведение реестра акционеров // Экономика и жизнь. 1994. — N 16.

100. Калиниченко Н. Через месяц будет продан контрольный пакет "АвтоВАЗа" // Коммерсантъ. 1994. — N 5.

101 Калиниченко Н., Привалов А. Ценнобумажный тигр // Коммерсантъ. 1994. — N 43.

103. Кашин В.А., Мерзляков И.П. Финансовые аспекты приватизации // *Финансы*. 1992. — N 1.
104. Клепиковский А. Рынок ценных бумаг: взгляд из региона // *Экономика и жизнь*. 1994. — N 27.
105. Климов А., Андреева И. Небольшие, но потенциально прибыльные // *Коммерсантъ*. 1994. — N 2.
106. Коланьков А., Купенко И., Грабарник В., Стасюк К. Чековые аукционы: анализ приватизируемых предприятий // *Рынок ценных бумаг*. 1993. — N 5.
107. Коломина М.Е. Сущность и измерение инвестиционных рисков // *Финансы*. 1994. — N 4.
108. Кондраков Н.П. Методика анализа финансового состояния предприятия в условиях перехода к рынку // *Деньги и кредит*. 1992. — N 5.
109. Кузнецов А. Модель привлечения массовых инвестиций // *Рынок ценных бумаг*. 1994. — N 17.
110. Кузнецов А. Частные инвестиции — в производство России // *Рынок ценных бумаг*. 1994. — N 15.
111. Кузнецов С.Ю. Национальные рынки акций // *Деньги и кредит*. 1992. — N 1.
112. Кузнецов С.Ю. Рынок ценных бумаг Германии // *Деньги и кредит*. 1992. — N 12.
113. Кулигин П.И. Акционерные общества, основы учреждения и функционирования // *Финансы*. 1992. — N 9.
114. Кулигин П.И. Методы оценки имущества предприятий в условиях приватизации // *Финансы*. 1993. — N 9.
115. Куликов В. Акционирование и интересы // *Журнал для акционеров*. 1992. — N 2.
116. Лапыгина В.В. Методика определения стоимости приватизируемого предприятия // *Финансы*. 1994. — N 9.

117. Ларичев В.Д. О правовой защите участников рынка ценных бумаг // Деньги и кредит. 1993. — N 4.
118. Лебедев В. Биржи помогают приватизации // Журнал для акционеров. 1992. — N 7-8.
119. Леонов С. Акционерные общества и товарищества // Журнал для Акционеров. 1992. — N 3.
120. Леонов С. Надо ли покупать акции? // Журнал для акционеров. 1992. — N 1.
121. Леонтьев Б. Интеллектуальная собственность требует умелого обращения // Экономика и жизнь. 1994. — N 10.
122. Лопатин А. Риск и надежность // Журнал для акционеров. 1992. — N 2.
123. Лымарь В., Костикова Е. К вопросу о налогообложении операций с акциями и дивидендов // Экономика и жизнь. 1994. — N 31.
124. Лымарь В., Костикова Е. Процедурные вопросы выплаты дивидендов акционерным обществом // Экономика и жизнь. 1994. — N 17.
125. Люсов А.Н. Основные аспекты программы приватизации государственных и муниципальных предприятий в России // Деньги и кредит. 1994. — N 1.
126. Люсов А.Н. Формы собственности и приватизация // Деньги и кредит. 1992. — N 8.
127. Макаревич Л. Государство — главный игрок в "пирамиду" // Финансовые известия. 1994. — N 53.
128. Макаревич Л. Фондовый рынок не создается указами // Финансовые известия. 1994. — N 57.
129. Мартынова О. Ценные бумаги коммерческих банков: комментарии к новому реестру банка России // Рынок ценных бумаг. 1993. — N 15.
130. Марьяшин А., Смирнов С. Банки лишаться надежды на возврат кредитов, если не начнут инвестировать в промышленность // Финансовые

известия. 1994. — N 51.

131. Масленченков Ю. Некоторые аспекты анализа при принятии инвестиционных решений // Рынок ценных бумаг. 1994. — N 17.

132. Мельников Н.В. Инвестиционные фонды: особенности организационной структуры // Деньги и кредит. 1993. — N 6.

133. Миркин Я.М. Акции // Деньги и кредит. 1994. — N 4.

134. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг: структура и участники // Деньги и кредит. 1993. — N 2.

135. Миркин Я.М. Структура и участники рынка ценных бумаг // Деньги и кредит. 1992. — N 9-10.

136. Миркин Я.М. Формирование рынка ценных бумаг: денежно-кредитные аспекты // Деньги и кредит. 1992. — N 2.

137. Михайлов И. Они получают дивиденды // Журнал для акционеров. 1992. — N 3.

138. Михайлов С. Этапы движения ценных бумаг // Журнал для акционеров. 1992. — N 3.

139. Мозолин В. Правовая основа рынка капиталов // Журнал для акционеров. 1992. — N 4.

140. Моляков Д.С., Большаков С.В. Финансовые проблемы приватизации // Финансы. 1993. — N 9.

141. Мотылев А. Человек с акцией // Журнал для акционеров. 1992. — N 2.

142. Мусатов В. Главные символы рыночной экономики // Журнал для акционеров. 1992. — N 1.

143. Мусатов В.Т., Шевцов А.В. Школа акционера и биржевика // Деньги и кредит. 1992. — N 3.

144. Новикова В., Кацман Ю. Рост банковского капитала обогнал темпы инфляции // Коммерсантъ — DAILY. 1994. — N 177.

145. Осипенко О., Марголин М. Государственная программа при-

ватизации: внутренние противоречия // Экономика и жизнь. 1994. — N 10.

146. Петрыкин С. Венчурные компании, возможно, вытеснят финансовые пирамиды // Финансовые известия. 1994. — N 52.

147. Планирование и уклонение от уплаты налогов // Бизнес Класс. 1994. — N 2.

148. Попов Т. Поиск лучшего варианта // Журнал для акционеров. 1992. — N 5.

149. Поршнева А. Общее дело акционеров // Журнал для акционеров. 1992. — N 1.

150. Привалов А., Калиниченко Н. Возможны варианты // Коммерсантъ. 1994. — N 18.

151. Привалов А., Калиниченко Н. Приватизационные cartrichos // Коммерсантъ. 1994. — N 1.

152. Приватизация: итоги и планы // Бизнес Класс. 1994.- N 2.

153. Разовский Ю. Надежность и риск покупки ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. 1994. — N 15.

154. Рейнс Дж. Перспективы развития рыночной экономики // Журнал для акционеров. 1992. — N 6.

155. Ридер В., Шокина Л. Нематериальные активы приватизируемых предприятий // Экономика и жизнь. 1994. — N 49.

156. Сажин А. Число банков продолжает быстро расти, особенно за счет Москвы // Финансовые известия. 1994. — N 53.

157. Саттаров Т. Инвестируем в экономику России // Журнал для акционеров. 1992. — N 2.

158. Смирнова С. Бизнес-планирование // Экономика и жизнь. 1994. — N 32.

159. Соловов В. Здравый смысл и национальные интересы бизнесу не противоречат // Финансовые известия. 1994. — N 57.

160. Сорокин А. Российские ценные бумаги // Журнал для акционеров.

1992. — N 4.

161. Суворов Б. Подготовка к банкротству облегчает потрясения // Финансовые известия. 1994. — N 49.

162. Суворов Б. Предприятиям следует самим заботиться о взыскании долгов // Финансовые известия. 1994. — N 53.

163. Ткач В.И. Международные принципы учета амортизационных отчислений // Финансы. 1994. — N 1.

164. Ткач В.И. Финансовые проблемы предприятия // Финансы. 1992. — N 3.

165. Тихомиров Ю. Управление в акционерном обществе // Журнал для акционеров. 1992. — N 7-8.

166. Фетисов А. Доходность акций для акционера // Экономика и жизнь. 1994. — N 14.

167. Фетисов А. На какие вопросы должен ответить закон о ценных бумагах // Рынок ценных бумаг. 1994. — N 18.

168. Чеблоков А. Т., Щербак В.П. Некоторые вопросы разработки финансового плана акционерного общества // Финансы. 1994. — N 5.

169. Чуган С. Инвестиционные компании // Журнал для акционеров. 1992. — N 6.

170. Шевцов А.В. Инвестиционные фонды // Деньги и кредит. 1992. — N 7.

171. Шмаров А., Агеев С., Водянов А., Гаврилова О. Нету инвестиций, нету и не будет // Коммерсантъ. 1994. — N 43.

172. Шмаров А., Водянов А., Агеев С., Градецкий А. Правительственное постановление о переоценке основных средств дает возможность "поиграть" с амортизационными отчислениями и этим компенсировать ухудшение инвестиционного климата // Коммерсантъ. 1994. — N 38.

173. Шмаров А., Водянов А., Беляков Г. Экономика нестяжательства // Коммерсантъ. 1994. — N 1.

174. Экономические индикаторы по итогам двух лет реформ // Коммерсантъ. 1993. — N 0

175. Янченко В. Рынок акций сегодня, или проблемы частного инвестора // Рынок ценных бумаг. 1994. — N 18.