

УДК 336.64

## ***К ВОПРОСУ О САМОФИНАНСИРОВАНИИ ПРЕДПРИЯТИЯ***

***Королькова Е.М.***

*к.х.н., доцент*

*Тамбовский государственный технический университет,*

*Тамбов, Россия*

**Аннотация.** В статье обсуждаются вопросы, связанные с политикой самофинансирования. Самофинансирование играет центральную роль в финансовой политике предприятия. Поток самофинансирования предприятия зависит от результатов его экономической и коммерческой деятельности, политик распределения прибыли, налогообложения.

**Ключевые слова:** предприятие, финансовая политика, самофинансирование, прибыль, заём, дивиденд, налоги, амортизация

## ***TO THE QUESTION OF AN ENTERPRISE SELF- FINANCING***

***Korolkova E.M.***

*Ph.D in Chemistry, associated professor*

*Tambov state technical university,*

*Tambov, Russia*

**Abstract.** The article discusses the issues associated with the policy of self-financing. Self-financing plays a central role in the financial policy of the enterprise. Flow - financing of the enterprise depends on the results of its economic and commercial activities, profit distribution policy, taxation policy.

**Keywords:** enterprise, financial policy, self-financing, profit, loan, dividend, taxation, amortization

Как с качественной так и с количественной стороны, внутреннее финансирование, или самофинансирование, играет центральную роль в финансовой политике предприятия. Более того, самофинансирование представляет собой индикатор финансовой жизни современного предприятия.

Большинство предприятий придают прогнозам самофинансирования движущую роль в рамках своей финансовой политики.

Прогнозы самофинансирования предприятия зависят прежде всего от промышленных или коммерческих гипотез о переменных величинах, которые определяют его валовую прибыль (ВП), измеряемую следующим образом:

*ВП = Объем продаж - Расходы, выплаченные на хозяйственную деятельность.*

Таким образом, прогнозы самофинансирования непосредственно связаны с прогнозами продаж (количество и цена за единицу), издержками (предметы и услуги, рабочая сила), а также с эффективностью сочетания факторов производства.

Именно исходя из прогнозов валовой прибыли предприятие рассчитывает поток самофинансирования по следующей бухгалтерской схеме:

*Валовая прибыль (ВП)*

*- Амортизационные отчисления (А)*

*= Результат хозяйственной деятельности (РХД)*

*- Финансовые расходы (ФР)*

*= Текущий результат (ТР)*

*- Налог (Н)*

*= Результат после налогообложения (ЧП).*

Тогда, если СН - это ставка налогообложения, то

$ЧП = ТР - Н = ТР (1 - СН)$ , при  $ТР > 0$  или

$ЧП = ТР$  при  $ТР < 0$ .

На этой стадии прогнозируемая способность к самофинансированию (ССФ), включая амортизационные отчисления (А), равна результату после налогообложения (ЧП), так:

- если предприятие прибыльное:

$ССФ = (ВП - А - ФР)(1 - СН) + А$

$ССФ = (ВП - ФР)(1 - СН) + А \times СН$

- если предприятие убыточное:

$$ССФ = ВП - А - ФР + А$$

$$ССФ = ВП - ФР$$

В конечном итоге прогнозируемый поток самофинансирования определяется следующим образом (рис. 1):

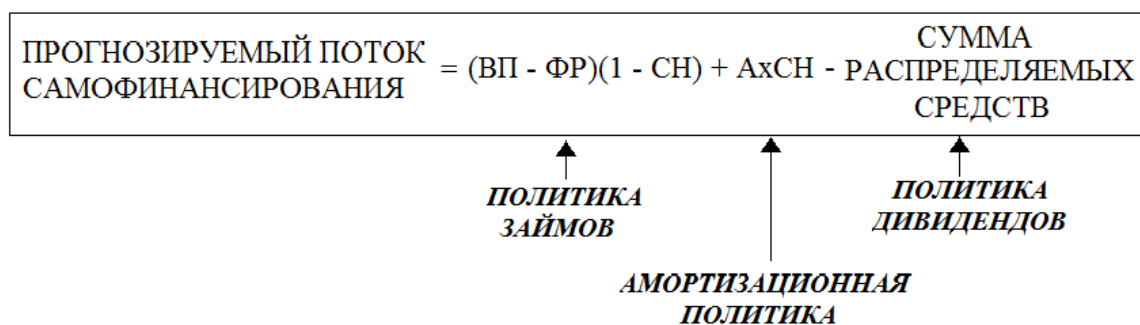


Рис. 1 - Прогнозируемый поток самофинансирования

Последняя формула показывает, что прогнозирование самофинансирования предприятия находится в тесной взаимосвязи с "политикой" займов, распределяемых средств и амортизации.

Финансовые расходы, которые предприятие должно оплатить по взятым в прошлом займам, естественно, ограничивают настоящий и будущий поток самофинансирования. Но связи, существующие между кредиторской задолженностью и самофинансированием, обычно более сложные, чем эта почти механическая зависимость.

Самофинансирование на самом деле - это одновременно и необходимое условие займа, и средство его погашения.

Известно, что банки и финансовые организации, предоставляющие кредиты предприятию, устанавливают для него определенные нормы, которые опираются на прошлую и прогнозируемую способность к финансированию, ограничивающую объем кредита или порог покрытия финансовых потребностей.

Самофинансирование часто составляет для предприятия основное условие обращения к займу. Действительно, кредиторы (банки, финансовые организации) соглашаются обычно финансировать проекты предприятия только в том случае, если предприятие само принимает участие в их финансировании.

Кроме того, самофинансирование предприятия является для кредиторов гарантией погашения займа.

Независимо от позиции кредиторов нужно отметить, что руководители, заключающие кредитный договор для финансирования инвестиционного проекта, надеются на результаты этого проекта, которые позволят оплатить проценты, погасить сам заем, а также создать запас ликвидных средств (состоящий, главным образом, из амортизационных отчислений), способных профинансировать все или часть будущих инвестиций на реновацию (возобновление основных средств). В этой связи сам заем может рассматриваться как ожидаемое в будущем самофинансирование.

Таким образом, между самофинансированием и займом существуют двухсторонние взаимосвязи (рис. 2):

а) связь, которую можно было бы назвать установленной, учитывает поведение кредиторов и выражает с помощью относительных показателей возможность предприятия взять и вернуть заем;

б) связь, состоящая в том, что руководство предприятия усматривает в займе будущее самофинансирование.

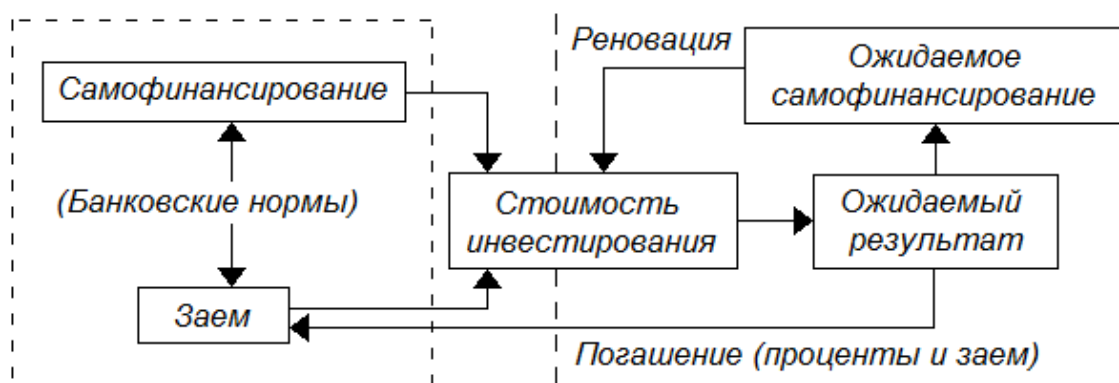


Рис. 2 - Связь между самофинансированием и займом

Политика самофинансирования компании связана с политикой распределения прибыли: решение выплатить большую или меньшую часть своей

прибыли акционерам в форме дивидендов определяет размер сумм, которые она отложит в резерв.

Следовательно, выбор соотношения между дивидендами и чистой прибылью отчетного года, т.е. коэффициент распределения (payout ratio) фундаментален. Причины такого выбора, теоретические подходы к нему и, наконец, практика распределения подробно рассмотрены в [2].

Для компаний, акции которых котируются на бирже, речь идет, в принципе, о выплате дивидендов большому числу своих акционеров, которые оказывают ей доверие.

Понятно, что большинство акционеров, лишенных реальной власти в компании, достаточно враждебно относятся к самофинансированию и не согласны с руководством, которое очень часто "в интересах предприятия" прославляет самофинансирование как способ его экономического роста. В действительности проблема много сложнее, и не только потому, что состав акционеров весьма разнообразен у разных предприятий, но и потому, что при невозможности удовлетворить минимальные требования своих акционеров, руководство подвергает компанию определенному риску.

Единственное, что может сделать маленький акционер, чтобы высказать свое несогласие с политикой руководства и акционерного большинства, - это продать свою акцию, как бы в знак протеста. Если такое поведение носит массовый характер, то приводит к стагнации или падению курса акций, что делает трудным и дорогостоящим увеличение капитала и заставляет предприятие брать под контроль этот процесс.

С чем связаны трудности увеличения капитала путем денежных вкладов? Для вкладчика, намеренного вложить свои деньги в покупку акций определенной компании, ее прошлая политика дивидендов является ориентиром на будущее. И если он должен выбирать между акциями двух компаний, имеющих примерно одни и те же показатели риска и равноценную прибыль, то он предпочтет акции той компании, которая выплачивает больше дивидендов, а компания,

выплачивающая их меньше, будет иметь больше трудностей с реализацией своих новых акций.

Кроме того, нужно подчеркнуть, что для того, чтобы увеличить капитал на заданную сумму, нужно выпустить определенное число ценных бумаг, количество которых тем больше, чем ниже курс акций. Таким образом, в будущем по ним придется выплачивать еще больше дивидендов. Предположив, что снижение курса является следствием политики самофинансирования, последняя становится еще более обременительной при увеличении капитала.

Получается, что предприятие, предпочитающее самофинансирование, может быть вынуждено отказаться от эмиссии новых акций, потому что они либо с трудом реализуются, либо стали слишком дорогими. Это говорит о том, что самофинансирование может отражать стоимость капитала. Это, конечно, скрытая стоимость, но она может оказать негативное влияние на финансовую политику предприятия.

Предположение, что политика самофинансирования компании влияет на биржевой курс акций, поддерживается авторами М. Гордоном [1]. Модильяни и Миллер [1] отстаивают мнение, что распределение дивидендов не влияет на курс ее акций, и подчеркивают влияние прибыли. Наконец, в теории сигналов [4] рассматривается распределение дивидендов как стимул, вызывающий определенную реакцию.

Рассмотрим эти теоретические подходы, которые опираются, подчеркнем еще раз, на совершенный рынок капитала.

По мнению М. Гордона, курс  $P_0$  одной акции в нулевой момент времени равен сумме дисконтированных значений дивидендов  $D_1, D_2, \dots, D_p, \dots, D_n$ , полученных в момент времени  $1, 2, \dots, n$ ; ставка дисконтирования  $k$  выражает доход, ожидаемый акционерами:

$$P_0 = \sum_{p=1}^n D_p (1 + k)^{-p}.$$

При постоянной норме дохода (ставке) курс акций зависит от суммы дивидендов. И, следовательно, воздействовать на курс можно, изменяя норму

распределения прибыли. Конечно, если при этом постоянно поддерживать коэффициент распределения прибыли  $d$  тогда курс зависит от суммы полученной прибыли  $B_p$ :

$$P_0 = d \sum_{1}^n B_p (1 + k)^{-p}.$$

Модильяни и Миллер, показали, кроме всего прочего, что распределение прибыли на дивиденды и фонды не оказывает в условиях совершенного рынка никакого влияния на курс акций и оценку компании. Для акционеров нет разницы между тем распределена ли прибыль на дивиденды или зачислена в фонды. В контексте этих гипотез получается, что финансист предприятия не должен рассчитывать на то, что он сможет повлиять на курс акций своей компании, манипулируя коэффициентом распределения прибыли. Все попытки политики распределения прибыли бесполезны, потому что их эффект нейтрален.

Хотя тезис Модильяни и Миллера получил некоторое практическое подтверждение, оказалось, что на конкретных рынках для большинства компаний между выплачиваемыми ими дивидендами и курсом акций существует связь, но эта не та связь, которую сформулировал М. Гордон.

Теория сигналов предполагает разные цели у руководителей и акционеров (подразумевается акционерное меньшинство) крупного акционерного общества, акции которого котируются на бирже. Тогда распределение дивидендов - это не только вознаграждение финансовых инвестиций акционеров, но и возможность оценить качество управления. Эта оценка опирается на сравнение суммы объявленных дивидендов с суммой действительно выплаченных: хорошее предприятие то, которое объявляет и выплачивает одинаковую сумму дивидендов.

Факторы, влияющие на выбор политики дивидендов, столь многочисленны, что проблема поддержания курса акций, которая, впрочем, беспокоит только компании, акции которых котируются на бирже, сталкивается с определенными ограничениями и требованиями экономического роста, если последний рассматривается как приоритетная цель.

Остановимся на наиболее общих:

1) *Ограничения*. Для распределения дивидендов необходимо выполнить определенные юридические требования и нужно, чтобы предприятие располагало достаточными ликвидными средствами.

Во-первых, дивиденды не могут превышать *распределяемой прибыли*. Последняя состоит из чистой прибыли отчетного года плюс прибыль или минус убыток прошлых отчетных лет и минус *отчисления в резервный фонд*.

Во-вторых, предприятие должно иметь возможность выплатить дивиденды. Между тем оно не всегда имеет для этого достаточно денежных средств, так как его поток самофинансирования уже был израсходован в течение отчетного периода. Иногда предприятию приходится брать краткосрочный кредит, чтобы выплатить дивиденды, обещанные своим акционерам.

2) *"Требования" экономического роста*. Руководство предприятия может уменьшить распределение дивидендов, если оно намерено вести политику экономического роста, основанную на инвестициях, которые рассматриваются им как высоко рентабельные. Однако выбор зависит и от других существующих возможностей долгосрочного и среднесрочного финансирования. Если руководство может провести увеличение капитала или сделать заем на выгодных условиях, то оно не будет стремиться ограничить распределение дивидендов. Нужно также отметить, что забота о самостоятельности, которая провозглашается некоторыми руководителями, может также влиять на ограничение суммы дивидендов. Проблемы власти, которые могли бы создать новые акционеры или новые кредиторы, также подталкивают многих руководителей малых и средних предприятий к самофинансированию, т.е. к определению темпов экономического роста в зависимости от своей способности к самофинансированию.

Без сомнения, именно сложность и запутанность выбора, на который опирается практика распределения прибыли, и объясняет, почему в компаниях она осуществляется осторожно.



Большинство компаний стремится распределять постоянный дивиденд на акцию или по крайней мере с небольшой ежегодной прогрессией и заботятся о том, чтобы он никогда не уменьшался.

Некоторые компании стремятся поддерживать постоянные соотношения между выплачиваемым дивидендом и средним курсом своих акций в течение отчетного года. Этим они демонстрируют свою политику распределения и самофинансирования.

Значительно реже компании поддерживают постоянную норму распределения, ставя сумму дивидендов в зависимость от суммы полученной прибыли.

3) *Выплата дивидендов акциями.* Компании могут выплачивать дивиденды акциями; это приводит к увеличению их капитала.

Такой способ позволяет компаниям уменьшить отток денежных средств, но при постоянных дивидендах на одну акцию требования к общему распределению, будь то деньги или акции, могут в будущем значительно возрасти; следовательно, применение этого способа должно вписываться в стратегию экономического роста.

Принято отмечать также, что компании не могут полностью контролировать этот способ выплаты дивидендов, потому что за акционером остается право высказаться за выплату в деньгах или в акциях. Это объясняет, почему компании мало прибегают к этому методу.

Метод, с помощью которого компании амортизируют свои внеоборотные активы и создают соответствующие резервы, не играет роли, когда речь идет о размере потока самофинансирования (различие между амортизационными отчислениями и резервами, с одной стороны, и прибылью, зачисляемой в фонды, с другой, не так уж и важно и носит скорее бухгалтерский, чем экономический характер), если этот поток не создает расходов, которые нужно вычитать из налогооблагаемой прибыли и если он также не принимает участие в регулировании последней. Но *амортизация дает предприятию возможность изменять его финансовую политику*, так как налоговые предписания разрешают

предприятиям выбирать между регрессионным и линейным способом списания, а при определенных условиях и уменьшать амортизационные отчисления.

Выбор регрессионного метода позволяет изменить профиль выплат налога, подразделив их следующим образом: они менее значительны в начале налоговой "жизни" объекта и, наоборот, увеличиваются в конце. Другими словами, регрессионная система позволяет предприятию увеличить поток самофинансирования сразу после инвестирования и таким образом укрепить денежную наличность. Более того, в период инфляции выбор регрессионного метода выгоден предприятию тем, что оно платит свои налоги обесцененными деньгами.

При эксплуатации средств предприятие может отказаться от регрессионного метода и прибегнуть к линейному. Более того, оно может даже воздержаться один год от начисления амортизации, если общая сумма уже начисленных по объекту регрессионных отчислений меньше общей линейной суммы. Если предприятие прибыльное, то эта возможность увеличит налоговые платежи и уменьшит его поток самофинансирования; если предприятие убыточное, то по крайней мере внешне уменьшит сумму убытка.

Таким образом, налоговые правила позволяют предприятию изменять его поток самофинансирования не только в сторону увеличения, но если нужно, то и в сторону уменьшения.

Проанализировав методы начисления амортизации, автор [3] показал, что при определенных условиях амортизация позволяет предприятию в условиях экономического подъема высвободить каждый год объем средств, постоянно превышающих расходы по осуществленным вложениям.

Введем следующие обозначения:

$I_p$  - сумма инвестиций в период  $p$ ;

$n$  - срок жизни активов этого предприятия;

$D_p$  - амортизационные отчисления по периоду;

$r$  - темпы роста инвестиций  $I_p = I_{p-1} (1 + r)$ ;

$R_p$  - расходы по инвестициям, которые оно должно осуществить за период  $p$ .

Предположив, что это предприятие начисляет амортизацию линейным способом, выразим соответственно  $D_p$  и  $R_p$  в зависимости от  $n$ ,  $r$  и  $I_p$  и определим отношение  $R_p/D_p$ .

Амортизационные отчисления за период  $p$  рассчитаны от суммы инвестиций сроком соответственно один, два, ...,  $n$  лет; отсюда:

$$D_p = \frac{1}{n} [I_{p-1} + I_{p-2} + I_{p-3} + \dots + I_{p-n}].$$

Кроме того известно, что  $I_{p-1} = I_p (1 + r)^{-1}$ , и тогда

$$D_p = \frac{1}{n} [I_p (1 + r)^{-1} + I_p (1 + r)^{-2} + I_p (1 + r)^{-3} + \dots + I_p (1 + r)^{-n}],$$

$$D_p = \frac{I_p}{n} \times \frac{1 - (1 + r)^{-n}}{r}.$$

Расходы по инвестициям, которые нужно осуществить в течение периода  $p$ , соответствуют инвестициям, осуществленным за  $n$  предыдущих периодов:  $R_p = I_{p-n}$ ; следовательно, они ниже амортизационных отчислений, рассчитанных за период, кроме того, учитывая предположение об экономическом росте, получаем:

$$R_p = I_{p-n} = I_p (1 + r)^{-n}.$$

Отношение между расходами по инвестициям и амортизационными отчислениями в зависимости от  $r$  и  $n$  за период может быть выражено следующим образом:

$$\frac{R_p}{D_p} = \frac{rn}{(1+r)^n - 1}.$$

Отметим, что коэффициент  $r / ((1+r)^n - 1)$  (или его инверсия) приводится во всех финансовых таблицах.

Оказывается, что расходы по инвестициям предприятия в условиях экономического роста тем меньше поглощают амортизационные отчисления, чем выше темпы роста инвестиций или чем дольше срок службы активов.

Отношения между амортизационными отчислениями и инвестициями в зависимости от  $r$  и  $n$  определяется так:

$$\frac{D_p}{I_p} = \frac{1 - (1 + r)^{-n}}{rn}.$$

Отметим, что коэффициент  $(1 - (1+r)^{-n}) / r$  дается в обычных финансовых таблицах.

Таким образом, предприятие, активы которого служат  $n$  лет, а инвестиции растут  $r$  % - ными темпами, может финансировать определенный процент этих инвестиций благодаря средствам, которые дает амортизация; остальная часть должна быть профинансирована из нераспределенной прибыли или за счет внешнего финансирования (увеличение капитала или заем).

Итак, поток самофинансирования предприятия происходит прежде всего от его экономической и коммерческой деятельности, но этот поток может быть изменен в ходе политики распределения прибыли и выбора методов начисления амортизации. Займы, которые должны покрывать финансовые расходы предприятия, ограничивают поток его самофинансирования. Эти займы могут быть как необходимыми, так и нет, принимая во внимание механизм левириджа, связанный с проблемами финансовой рентабельности и риска задержки платежа.

Поток самофинансирования зависит также от политики распределения прибыли предприятия. Эта политика влияет на отношения с акционерами и зависит от юридических и налоговых требований. Кроме того, нужно подчеркнуть, что на некоторых предприятиях, в частности на средних и малых, дивиденды - это не единственное направление использования прибыли. Это могут быть также отчисления в виде льгот в натуральной форме для руководителей-собственников, которые рассматриваются как внешние услуги, или в виде денежных вознаграждений, учитываемых как расходы на заработную плату.

Эффект этих отчислений рассчитывается к уровню валовой прибыли.

И наконец, большое влияние на самофинансирование оказывает политика налогообложения, т.е. выбранные предприятием методы амортизации и решения о создании резервов.

Таким образом, политика самофинансирования предприятия - это синтез промышленной, коммерческой, финансовой и налоговой сторон жизни предприятия, которые и определяют его развитие.

### **Библиографический список:**

1. Антонян Д. Г., Беломытцева, О. С. Особенности дивидендной политики российских акционерных обществ / Д.Г. Антонян, О.С. Беломытцева // Вестн. Том. гос. ун-та. Экономика. - 2014. - № 3(27). - С. 79-88.
2. Коласс Б. Управление финансовой деятельностью предприятия: проблемы, концепции и методы: учебное пособие / Б. Коласс / Пер. с фр. под ред. Я. В. Соколова - М.: Финансы: ЮНИТИ, 1997. - 576 с.
3. Мамедова Н.А. Налоговый механизм в системе инвестиционного менеджмента на предприятии: монография / Н.А. Мамедова - М.: Изд. Центр ЕАОИ, 2008, - 104 с.
4. Федорова Е.А., Лукасевич, И.Я. Теории дивидендной политики и их развитие на примере российского рынка / Е.А. Федорова, И.Я. Лукасевич // Финансы и кредит. - 2014. - № 19 (595). - С. 2-8.