

**ВЫБОР ЭФФЕКТИВНЫХ УСЛОВИЙ КРЕДИТНЫХ ДОГОВОРОВ
ПРЕДПРИЯТИЯМИ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРА ЭКОНОМИКИ****А.О. Левкович,***кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов и финансового менеджмента Белорусского государственного экономического университета*

В процессе осуществления финансово-хозяйственной деятельности предприятия реального сектора экономики постоянно сталкиваются с двумя разнонаправленными задачами: с одной стороны, с необходимостью эффективного использования имеющихся в распоряжении финансовых ресурсов, а с другой – с поиском источников их формирования.

Вопрос оценки эффективности инвестиционной деятельности и отбора перспективных вариантов среди альтернативных объектов инвестиций достаточно хорошо изучен в экономической литературе [1; 5; 6; 7; 10; 12; 14] и прописан в нормативно-правовых актах Республики Беларусь. Методики оценки эффективности инвестиций апробированы, общеприняты и широко используются в практической деятельности.

В то же время проблематика финансирования не получила такого развития в научных кругах. Исследования по данной теме, нашедшие отражение в экономической литературе, ограничиваются или рассмотрением особенностей различных инструментов финансирования [3; 6; 7; 8; 10; 11; 12; 13; 15; 16], или их качественной оценкой [4; 14]. Имеющиеся количественные методики, в основном, предназначены для обоснования перспективности использования в деятельности предприятия лизинговых схем и, соответственно, недостаточно объективны или имеют узкую сферу применения [9. С. 267–273]. Таким образом, существует объективная необходимость разработки универсальных методик количественной оценки сравнительной эффективности различных схем финансирования для обоснованного выбора инструмента финансирования или конкретного субъекта, предоставляющего финансовые ресурсы, при наличии нескольких альтернативных вариантов.

Данная статья посвящена представлению системы методик, которая призвана помочь в выборе эффективных условий кредитных договоров с учетом особенностей предприятия и его текущего финансового положения. В зависимости от конкретных потребностей предприятия указанная задача может сводиться к проблеме выбора срока кредитования и методики погашения основной суммы долга, выбора валюты кредитования или выбора условий кредитования, а также к принятию специальных решений.

***Выбор срока кредитования
и методики погашения***

В практике взаимоотношений предприятий с банковским сектором в процессе проведения переговоров по выдаваемому кредиту всегда существует выбор из нескольких вариантов возможных сроков кредитования и схем погашения основной суммы долга.

В большинстве случаев отечественные банковские работники предлагают максимально доступный для предприятия срок кредитования и устоявшуюся в отечественной практике методику погашения основной суммы долга равными частями. Как правило, руководители предприятий заинтересованы в увеличении сроков кредитования, поскольку считают максимально возможным срок наиболее эффективным для последующих расчетов.

Необходимо отметить, что при принятии конкретного финансового решения такой подход недопустим, так как при наличии в достаточном объеме финансовых ресурсов предприятие вынуждено будет инвестировать средства в краткосрочные финансовые вложения, доходность по которым всегда ниже ставки по долгосрочному

кредиту. Таким образом, при верно принятом решении прогнозные кредитные платежи должны быть соизмеримы с имеющимися в распоряжении предприятия свободными финансовыми ресурсами.

В общем случае принятие эффективно-го решения по схеме кредитования проходит четыре последовательных этапа.

Шаг 1. Расчет прогнозных кредитных платежей по доступным вариантам кредитования, т. е. по всем возможным срокам кредитования (не только максимальным, но и промежуточным) с использованием различных расчетных методик.

В связи с тем, что отечественные банки не предоставляют потенциальным кредитополучателям предварительных расчетов по уплате кредитных платежей, предприятиям необходимо уметь самостоятельно строить прогнозные графики кредитных платежей (например, на основе рассмотренных в [2. С. 362–370] методик).

Шаг 2. Экспресс-оценка возможностей предприятия по выплате кредитных платежей.

Оценка возможностей предприятия производится на основе совокупности всех возможных источников погашения кредитных платежей. В зависимости от вида кредита существуют различные источники его погашения. В условиях нормативно-правовой базы Республики Беларусь все кредиты по этому признаку можно разделить на два вида:

- кредиты на создание и движение оборотных активов;
- кредиты на капиталовложения (или на приобретение внеоборотных активов).

Существующие источники погашения кредитных платежей представлены в табл. 1.

В зависимости от имеющихся в распоряжении финансового менеджера легкодоступных данных о финансово-хозяйственной деятельности предприятия величина периодических амортизационных отчислений может быть рассчитана двумя способами: прямым счетом и трендовым анализом.

Прямым счетом амортизация вычисляется в случае небольшого перечня активов, подлежащих амортизации, либо для вновь

Таблица 1

Источники погашения кредитных платежей

Кредит	Источники погашения кредитов	Составляющие кредитного платежа
На создание и движение оборотных активов	Прибыль до налогообложения текущей деятельности (выручка от реализации продукции предприятия, уменьшенная на величину обязательных расходов*, косвенных налогов, относящихся на себестоимость)	Проценты за кредит
	Чистая прибыль от текущей деятельности (выручка от реализации продукции предприятия, уменьшенная на величину обязательных расходов*, косвенных налогов, налогов, относящихся на себестоимость, расходов на уплату процентов за пользование данным кредитом и налогов, уплачиваемых из прибыли)	Погашение кредита
На капиталовложения	Чистая прибыль от текущей деятельности (выручка от реализации продукции предприятия, уменьшенная на величину обязательных расходов* и всех налогов по текущей деятельности)	Проценты за кредит Погашение кредита
	Амортизационный фонд (как накопленный ранее, так и текущие амортизационные отчисления)	Погашение кредита
	Чистая прибыль от реализации инвестиционного проекта (финансируемого за счет привлекаемого кредита)	

* Под обязательными расходами понимаются расходы, без осуществления которых нормальная деятельность предприятия невозможна даже в краткосрочном периоде (сырье и материалы, заработная плата основному персоналу, арендная плата, оплата услуг сторонних организаций и т. п.).

приобретаемых объектов в соответствии с правилами начисления амортизации по белорусскому законодательству и принятой на предприятии учетной политикой. При трендовом анализе величина амортизационных отчислений оценивается исходя из ее средней величины в составе себестоимости за предшествующие периоды, скорректированной на предполагаемое изменение выручки от реализации и, соответственно, себестоимости.

Шаг 3. Сравнение прогнозных платежей по доступным вариантам кредитования с возможностями предприятия и предварительный отсев вариантов, для которых у предприятия недостаточно ресурсов.

Предварительный отсев вариантов, для которых у предприятия недостаточно свободных финансовых ресурсов, по результатам сравнения возможностей с кредитными платежами производится механически на основании следующего критерия: если величина максимального кредитного платежа превышает возможности предприятия, данная схема кредитования отклоняется (так как приводит к неплатежеспособности предприятия).

Дополнительно необходимо отметить, что отбор может проводиться в процессе расчета графиков кредитных платежей. Так, если первый платеж по кредиту превышает возможности, то данная схема кредитования не подходит и дальнейший расчет по ней может не проводиться.

Шаг 4. Выявление наиболее целесообразного варианта кредитования на основе критериев минимума совокупных затрат и минимума текущих платежей.

При принятии окончательного решения используются два критерия: минимум совокупных затрат и минимум текущих платежей. Действительно, при использовании кредитных ресурсов здравомыслящие субъекты хозяйствования преследуют две цели. С одной стороны, предприятие заинтересовано в сокращении общей суммы кредитных платежей за весь срок кредитования (т. е. общих затрат), с другой – в сокращении текущих платежей, особенно в начале срока кредитования, когда существует повышенный дефицит финансовых ресурсов (т. е. текущих затрат).

Однако вышеуказанные критерии входят в противоречие: реализация варианта,

обеспечивающего минимум совокупных затрат, возможна только за счет повышенных текущих отчислений в погашение основной суммы долга, что приводит к максимуму текущих платежей (и наоборот, минимум текущих платежей может быть достигнут только за счет роста совокупных затрат при повышении процентных платежей).

В общем случае следует отдавать приоритет критерию минимума совокупных платежей, если предприятие обладает достаточным объемом свободных финансовых ресурсов для безболезненного расчета по первым кредитным платежам данного варианта погашения кредита. В противном случае приоритет следует отдать критерию минимума текущих платежей.

Выбор валюты кредитования

Современная практика взаимодействия отечественных предприятий с банковским сектором обуславливает возможное наличие при получении кредита, кроме задачи выбора срока и методики погашения данного кредита, также задачи выбора валюты кредитования.

Сложность принятия такого решения заключается в том, что предстоящие платежи выражены в различных валютах, рыночная стоимость которых варьируется относительно друг друга с течением времени. Указанная проблема усугубляется неоднородностью номинальных ставок за пользование кредитными ресурсами при изменении валюты кредитования. Так, в настоящее время среди наиболее распространенных валют кредитования самые высокие ставки наблюдаются по кредитам в белорусских рублях, самые низкие – по кредитам в евро. Ставки по кредитам в долларах США немного превышают аналогичные показатели по кредитам в евро.

В большинстве случаев решение принимается интуитивно на основе стереотипов, сложившихся в среде отечественного бизнеса, вне зависимости от текущей конъюнктуры финансового рынка. Первым стереотипом является устоявшееся мнение о том, что кредит в иностранной валюте всегда выгоднее за счет более низких ставок за пользование кредитными ресурсами. Вторым стереотипом – мнение о том, что валюта привлекаемого

кредитования должна непременно соответствовать валюте экономики предприятия (т. е. той валюте, к которой привязаны все экономические расчеты на нем), так как в этом случае обеспечивается точность планирования прибыли и повышается устойчивость предприятия.

Необходимо отметить, что при принятии конкретного финансового решения такой подход недопустим, он может привести к последующему превышению фактических расходов над их возможным уровнем.

Общий принцип решения данной задачи состоит в сопоставлении расходов по уплате кредитных платежей в разных валютах кредитования с учетом фактора девальвации. Приоритет должен отдаваться варианту, расходы в котором минимальны.

В общем случае процесс принятия эффективного решения по валюте кредитования состоит из восьми последовательных этапов.

Шаг 1. *Определение валюты платежа за счет кредитных ресурсов.*

Шаг 2. *Определение структуры выручки предприятия (рублевая или валютная), а также ее величины в разбивке по составляющим после проведения процедуры обязательной продажи валюты.*

Шаг 3. *Расчет прогнозных кредитных платежей для каждой сопоставляемой валюты кредитования (выраженных в соответствующей валюте).*

Расчет производится с использованием необходимой расчетной методики (например, на основе рассмотренных в [2. С. 362–370] методик).

Шаг 4. *Принятие решения о валюте сравнения.*

Валюта сравнения должна совпадать с валютой экономики предприятия (если выплата заработной платы, покупка сырья и реализация продукции производятся преимущественно в белорусских рублях, то и сравнение должно производиться в белорусских рублях и т. п.).

Шаг 5. *Составление прогноза изменения валютного курса валюты осуществления расходов относительно валюты сравнения на период, соответствующий сроку кредитования (с шагом прогноза, равным периодичности уплаты кредитных платежей).*

Особое внимание следует уделять принимаемому в расчетах среднему темпу девальвации, который можно определить одним из трех способов (либо при их комбинации):

- на основе публикуемых в открытой печати прогнозов Национального банка Республики Беларусь по изменению валютного курса белорусского рубля относительно других валют;

- на основе фактической девальвации в предыдущем периоде (если принимается допущение о сохранении конъюнктуры финансового рынка);

- на основе аналитических статей и прогнозов ведущих консалтинговых компаний, публикуемых в открытой печати либо на ресурсах Интернета.

Следует также отметить, что при наличии конкурентного финансового рынка и действующего на нем срочного сегмента достаточно точный прогноз обменного курса можно получить на основе фьючерсных цен на валюту. В Республике Беларусь, однако, такой метод не может быть прямо использован в связи с неразвитостью фондового рынка и полным отсутствием его срочного сегмента.

Шаг 6. *Учет дополнительных расходов по обслуживанию кредитов.*

Дополнительные расходы могут включать расходы по конвертации при отсутствии необходимой валюты в распоряжении предприятия или расходы по хеджированию валютных рисков с помощью инструментов рынка деривативов.

Расходы по конвертации проявляются в потере на обменном курсе (или при покупке необходимой валюты на бирже – в уплате комиссионных обслуживающему банку за проведение валютообменной операции) в двух случаях:

- при выдаче кредита в валюте, отличной от валюты платежа по контракту, для выполнения которого привлекаются заемные ресурсы;

- при отсутствии необходимой валюты в распоряжении предприятия в количестве, достаточном для уплаты кредитных платежей.

Хеджирование валютных рисков может производиться с помощью инструментов рынка деривативов (например, фьючерсных

Выбор эффективных условий кредитных договоров предприятиями реального сектора экономики

или опционных контрактов) для минимизации потерь, связанных с нестабильным поведением валюты кредита или скачкообразным изменением ее курса. К сожалению, при текущем уровне развития финансового рынка Республики Беларусь указанные финансовые инструменты пока являются недоступными для широкого использования отечественными предприятиями.

Шаг 7. Нахождение при необходимости эквивалента в валюте сравнения кредитным платежам и дополнительным расходам по обслуживанию кредита.

На этом этапе производится их пересчет в валюту сравнения.

Выполнение шагов 5–7 целесообразно осуществлять в форме таблиц отдельно для каждой валюты кредитования (порядок их заполнения представлен в табл. 2 и 3).

В таблицах приняты следующие обозначения:

гр. N – значение ячейки из текущей строки в графе с номером N ;

$\Sigma_{\text{кред}}$ – величина выданного кредита;

$\%_{\text{комис}}$ – комиссия банка за валютнообменные операции либо потеря в курсе по сравнению с курсом Национального банка (выраженная десятичной дробью);

$\text{Выр}^{\text{вал}}$ – величина выручки предприятия после обязательной продажи валюты и осуществления обязательных платежей, приходящаяся на валюту кредитования (если данная величина превышает текущее значение кредитного платежа, то для расчетов принимается равной последнему);

гр. $N_{\text{пред}}$ – значение ячейки из предыдущей строки в графе с номером N ;

$K_{\text{ИК}}$ – коэффициент изменения обменного курса.

$$K_{\text{ИК}} = \left(1 + \bar{T}_{\text{мес}}\right)^{12 \cdot \frac{1}{P}}, \quad (1)$$

Таблица 2

Оценка кредитных платежей в случае совпадения валюты кредитования с валютой сравнения

Дата наступления расходов	Кредитные платежи	Дополнительные расходы по обслуживанию кредита	Величина совокупных расходов по обслуживанию кредита
Момент заключения договора	–	$\Sigma_{\text{кред}} \cdot \%_{\text{комис}}$	гр. 3
Текущие кредитные платежи в течение срока договора	Рассчитанная в графике кредитных платежей величина платежа, относящегося к дате в гр. 1	$(\text{гр. 2} - \text{Выр}^{\text{вал}}) \cdot \%_{\text{комис}}$	гр. 2 + гр. 3

Таблица 3

Оценка кредитных платежей в случае несовпадения валюты кредитования с валютой сравнения

Дата наступления расходов	Кредитные платежи	Прогноз изменения валютного курса	Эквивалент кредитных платежей в валюте сравнения	Дополнительные расходы по обслуживанию кредита	Величина совокуп. расходов по обслуживанию кредита
Момент заключения договора	–	Текущий обменный курс	–	$\Sigma_{\text{кред}} \cdot \%_{\text{комис}}$	гр. 5
Текущие кредитные платежи в течение срока договора	Рассчитанная в графике кредитных платежей величина платежа в соответствующей валюте, относящегося к дате в гр. 1	гр. $3_{\text{пред}} \cdot K_{\text{ИК}}$	гр. 2 · гр. 3	$(\text{гр. 4} - \text{Выр}^{\text{вал}}) \cdot \%_{\text{комис}}$	гр. 4 + гр. 5

$\bar{T}_{\text{мес}}$ – среднемесячный темп девальвации;

\bar{p} – расчетная периодичность уплаты кредитных платежей.

$$\bar{p} = \max \{p_1; p_2\}, \quad (2)$$

где p_1 – количество платежей по погашению стоимости в одном году;

p_2 – количество платежей по выплате процентов в одном году.

Примечание. Заполнение графы дополнительных расходов по обслуживанию кредита производится только при фактическом (или планируемом) их наличии. Например, если валюта платежа совпадает с валютой финансирования, то дополнительных расходов в момент заключения договора не возникнет (и, соответственно, третья графа не заполняется).

Шаг 8. *Выявление наиболее целесообразного варианта кредитования на основе критериев минимума совокупных затрат и минимума текущих платежей.*

Данная процедура производится аналогично шагу 4 в задаче определения оптимального срока и методики кредитования (отличием является сопоставление совокупных расходов по обслуживанию кредита).

Выбор условий кредитования

Необходимо отметить, что представленный восьмишаговый метод выбора валюты кредитования имеет узкую сферу применения. Он достаточно эффективен в случаях, когда условия кредитования строго определены и дискуссионным является лишь вопрос выбора его валюты. Однако в случае, когда изменения в валюте кредитования сопровождаются изменением, кроме ставок за пользование кредитными ресурсами, еще и других существенных условий кредитования (например, сроков кредитования, величины основной суммы долга, методик и периодичности погашения кредитных платежей и т. п.), данный метод не может быть использован, так как не учитывает фактора стоимости денежных средств во времени.

В последнем случае восьмой шаг методики принятия решений о выборе валюты

кредитования должен быть заменен дополнительным блоком учета фактора стоимости денег во времени (подробное изучение данного фактора представлено, например, в [2. С. 347–351]), который включает следующую последовательность шагов.

Шаг 1. *Обоснование ставки дисконтирования.*

При обосновании ставки дисконтирования необходимо учитывать, что для решения рассматриваемой задачи дисконтирование должно ответить на следующий вопрос: «Какое количество средств необходимо иметь в настоящий момент, чтобы при заданной ставке дисконтирования располагать достаточным объемом финансовых ресурсов для покрытия предстоящих расходов?»

В этом случае, учитывая характер финансового рынка Республики Беларусь, наиболее приемлемым вариантом определения ставки дисконтирования является выбор самого доходного варианта (с учетом особенностей существующего налогообложения) из ГКО и депозитной ставки в уполномоченных банках, доступной для конкретного субъекта хозяйствования.

Шаг 2. *Расчет коэффициентов пересчета для всех временных периодов, к которым имеют отношение даты наступления расходов по обслуживанию кредита.*

Шаг 3. *Приведение прогнозных результатов совокупных расходов по обслуживанию кредита к текущему моменту времени.*

Расчет шагов 2 и 3 данного блока целесообразно производить в табличной форме (см. табл. 4).

В таблице приняты следующие новые обозначения (по сравнению с табл. 2 и 3):

K_{DF} – коэффициент пересчета будущей стоимости в текущую.

$$K_{DF} = \frac{1}{(1-q) \cdot \left(1 + \frac{E_k}{12}\right)^{12 \cdot \frac{1}{p}} + q}, \quad (3)$$

где E_k – принятая в расчетах ставка дисконтирования (при этом финансовый инструмент, принятый за основу при обосновании ставки дисконтирования, должен быть номинирован в валюте сравнения либо должна быть рассчитана эквивалентная ставка в валюте сравнения);

q – действующая совокупная ставка по налогам и сборам из прибыли по финансовому инструменту, принятому за основу при обосновании ставки дисконтирования;

\bar{p} – расчетная периодичность уплаты кредитных платежей, определяемая по формуле (2).

Также следует отметить, что все расчеты в табл. 4 должны проводиться в валюте сравнения.

Шаг 4. Выбор эффективного варианта кредитования на основе критерия минимума текущей стоимости.

В данном случае производится механический отбор варианта, обеспечивающего минимальное значение итога по гр. 4 (в табл. 4).

Выбор условий кредитного договора на конкретном примере

Руководство хладокомбината ООО «Бета», работающего на внутреннем рынке Республики Беларусь, принимает решение о запуске технологической линии по производству мягкого мороженого. Наилучшее предложение по соотношению «цена–производительность–качество» представил немецкий производитель, с которым был заключен предварительный контракт на поставку на общую сумму 95 600 евро. В связи с отсутствием накопленных ранее финансовых ресурсов для полной оплаты оборудования за свой счет принято решение обратиться в банк за кредитом.

Обслуживающий банк готов предоставить кредит в белорусских рублях на срок до трех лет под ставку рефинансирования плюс пять процентных пунктов. В соответствии с внутренними правилами кредитования, кредитные платежи могут уплачиваться ежеквартально. Минимальная сумма участия в проекте собственными средствами составляет 10%. В результате проведенного анализа было принято решение выбрать погашение методом аннуитетных платежей.

Поставщик предлагает содействие в получении кредита по линии международного страхования АКА «Гермес» с ожидаемой ставкой за пользование заемными ресурсами в размере 8% годовых.

Специалисты компании, подробно изучив конъюнктуру финансового рынка и проведя предварительные переговоры с работниками кредитного отдела банка, подготовили следующую информацию.

1. В соответствии с общими правилами, кредитование по линии «Гермес» предоставляется при доле участия в проекте собственным капиталом не менее 15%. Стоимость страхования для предприятий Республики Беларусь в среднем составляет около 10% и присоединяется к сумме кредита, увеличивая стоимость проекта. Погашение кредита производится один раз в полгода методом равного погашения основной суммы долга. Ожидаемый срок кредитования – 6 лет.

Таблица 4

Оценка текущей стоимости совокупных расходов по обслуживанию кредита

Дата наступления расходов	Величина совокупных расходов по обслуживанию кредита	Коэффициент пересчета	Текущая стоимость совокупных расходов по обслуживанию кредита
Момент заключения договора	Рассчитанная величина совокупных расходов по обслуживанию кредита в момент заключения договора	1	гр. 2
Текущие кредитные платежи	Рассчитанная величина совокупных расходов по обслуживанию кредита, относящихся к дате в гр. 1	гр. 3 _{пред.} · K_{DF}	гр. 2 · гр. 3
ИТОГО	Сумма строк	–	Сумма строк

2. Текущая ставка рефинансирования – 10,5% годовых, и в течение длительного времени не ожидается ее изменения.

3. Текущий курс обмена – 2715 руб./евро. В этот же период прошлого года обменный курс составлял 2500 руб./евро. По мнению экспертов, такая тенденция сохранится и в будущем.

4. Средние потери на валютнообменных операциях – 0,4% от суммы платежа.

5. Доступные для предприятия ставки по рублевым депозитам – 9% годовых. В то же время среднерыночные ставки по ГКО составляют 10% годовых.

Необходимо предоставить рекомендации о целесообразности проведения переговоров по выделению финансирования по линии «Гермес».

Решение. Критерием для принятия такого решения будет минимизация расходов предприятия. Прямое сравнение вариантов неперспективно, так как существенно различаются условия кредитования (сроки, периодичность внесения платежей, сумма и валюта кредитования). Таким образом, необходимо сравнение с учетом временного фактора.

В соответствии с рассмотренным выше алгоритмом, на подготовительном этапе следует рассчитать совокупные расходы по обслуживанию долга с помощью шагов 1–7 методики выбора валюты финансирования. После этого можно будет выполнить дополнительный блок учета временного фактора.

Шаг 1. Валютой платежа в соответствии с условиями договора поставки будет являться евро.

Шаг 2. Поскольку предприятие работает на внутреннем рынке, вся выручка поступает в белорусских рублях.

Шаг 3. Для построения графиков кредитных платежей необходимо определить сумму кредита в каждом случае.

Для рублевого кредита она рассчитается следующим образом:

$$S_{\text{кред}} = 95\,600 \cdot (1 - 0,1) \cdot 2\,715 = 233\,598\,600 \text{ руб.}$$

Для кредита по линии «Гермес» она определяется так:

$$\Sigma_{\text{кред}} = 95\,600 \cdot (1 + 0,1) \cdot (1 - 0,15) = 89\,386 \text{ евро.}$$

Методика соответствующих расчетов подробно рассмотрена в [2. С. 362–370].

Шаг 4. В связи с тем, что реализация всего объема продукции, закуски сырья и выплата заработной платы производятся в белорусских рублях, экономическая единица предприятия, по всей видимости, должна быть выражена в белорусских рублях (что и будет принято в качестве валюты сравнения).

Шаги 5–7. В нашем случае валюта кредитования по одному из вариантов (рублевый кредит) совпадает с валютой сравнения, а по второму (линия «Гермес») – не совпадает.

Необходимо учитывать, что к основным расходам по уплате кредитных платежей добавятся расходы на участие собственными средствами в финансировании проекта (в момент начала финансовой операции).

По рублевому кредиту эта сумма будет найдена таким образом:

$$\Sigma_{\text{фин.сс}} = 95\,600 \cdot 0,1 \cdot 2\,715 = 25\,955\,400 \text{ руб.}$$

По линии «Гермес» данная сумма определится следующим образом:

$$\begin{aligned} \Sigma_{\text{фин.сс}} &= 95\,600 \cdot (1 + 0,1) \cdot 0,15 \cdot 2\,715 = \\ &= 42\,826\,410 \text{ руб.} \end{aligned}$$

В связи с отсутствием валютной выручки по рублевому кредиту возникнут дополнительные расходы (связанные с конвертацией) в момент оплаты контракта поставки; по линии Гермес – в момент частичного финансирования оплаты контракта за счет собственных средств, а также в момент уплаты кредитных платежей.

Рассчитаем дополнительные расходы в момент оплаты контракта.

Сумма по рублевому кредиту:

$$\Sigma_{\text{доп.р.}} = 95\,600 \cdot 0,004 \cdot 2\,715 = 1\,038\,216 \text{ руб.}$$

Сумма по линии «Гермес»:

$$\begin{aligned} \Sigma_{\text{доп.р.}} &= 95\,600 \cdot (1 + 0,1) \cdot 0,15 \cdot 0,004 \cdot 2\,715 = \\ &= 171\,306 \text{ руб.} \end{aligned}$$

Темп девальвации может быть рассчитан на основе фактических данных за прошлый период. Так, известно, что за год курс евро укрепился с 2500 руб./евро до 2715 руб./евро. Среднесеместный темп девальвации определится следующим образом:

Выбор эффективных условий кредитных договоров предприятиями реального сектора экономики

$$\bar{T}_{\text{мес}} = \sqrt[12]{\frac{2715}{2500}} - 1 = \sqrt[12]{1,086} - 1 = 0,69\% / \text{мес.}$$

Детальные расчеты представлены в табл. 5 и 6.

Дальнейший блок учета временного фактора включает шаги 8 – 11.

Шаг 8. Для обоснования ставки дисконтирования необходимо сопоставить доходность ГКО и депозита с учетом особенностей их налогообложения (особенности принятия таких решений подробно рассмотрены в [2. С. 333–337]).

В связи с тем, что номинальная доходность ГКО выше на 1 процентный пункт при освобождении доходов, полученных от операций с ними, от налогообложения (депозитные доходы облагаются по совокупной ставке 26,28%), в качестве ставки дисконтирования необходимо использовать доходность данного финансового инструмента.

Шаги 9 – 10. Рассчитаем коэффициент пересчета будущей стоимости в текущую для построения расчетных таблиц на основе табл. 4 (так как периодичности уплаты кредитных платежей по рублевому кредиту и кредиту по

Таблица 5

Оценка кредитных платежей по рублевому кредиту

Дата наступления расходов	Кредитные платежи	Дополнительные расходы по обслуживанию кредита	Величина совокупных расходов по обслуживанию кредита
25.11.2006	–	26 993 616	26 993 616
25.12.2006	24 710 247	–	24 710 247
25.03.2007	24 710 247	–	24 710 247
25.06.2007	24 710 247	–	24 710 247
25.09.2007	24 710 247	–	24 710 247
25.12.2007	24 710 247	–	24 710 247
25.03.2008	24 710 247	–	24 710 247
25.06.2008	24 710 247	–	24 710 247
25.09.2008	24 710 247	–	24 710 247
25.12.2008	24 710 247	–	24 710 247
25.03.2009	24 710 247	–	24 710 247
25.06.2009	24 710 247	–	24 710 247
25.09.2009	24 710 248	–	24 710 248
ИТОГО	296 522 965	26 993 616	323 516 581

Таблица 6

Оценка кредитных платежей по линии «Гермес»

Дата наступления расходов	Кредитные платежи	Прогноз изменения валютного курса	Эквивалент кредитных платежей в валюте сравнения	Дополнительные расходы по обслуживанию кредита	Величина совокуп. расходов по обслуживанию кредита
25.11.2006	–	2 715,00	–	42 997 716	42 997 716
25.03.2007	11 024,27	2 829,34	31 191 380	124 766	31 316 146
25.09.2007	10 726,32	2 948,49	31 626 447	126 506	31 752 953
25.03.2008	10 428,36	3 072,66	32 042 809	128 171	32 170 980
25.09.2008	10 130,41	3 202,06	32 438 182	129 753	32 567 935
25.03.2009	9 832,46	3 336,91	32 810 027	131 240	32 941 267
25.09.2009	9 534,50	3 477,44	33 155 626	132 623	33 288 249
25.03.2010	9 236,55	3 623,88	33 472 181	133 889	33 606 070
25.09.2010	8 938,60	3 776,50	33 756 595	135 026	33 891 621
25.03.2011	8 640,64	3 935,54	34 005 562	136 022	34 141 584
25.09.2011	8 342,69	4 101,28	34 215 671	136 863	34 352 534
25.03.2012	8 044,74	4 273,99	34 383 168	137 533	34 520 701
25.09.2012	7 746,82	4 453,99	34 504 223	138 017	34 642 240
ИТОГО	112 626,36	–	397 601 871	44 588 125	442 189 996

линии «Гермес» не совпадают, расчет коэффициента пересчета необходимо произвести отдельно для каждого варианта).

Для рублевого кредита:

$$K_{DF} = \frac{1}{(1-0) \cdot \left(1 + \frac{0,1}{12}\right)^{12 \cdot \frac{1}{4}} + 0} = 0,97541.$$

Для кредита по линии «Гермес»:

$$K_{DF} = \frac{1}{(1-0) \cdot \left(1 + \frac{0,1}{12}\right)^{12 \cdot \frac{1}{2}} + 0} = 0,95143.$$

Детальные расчеты представлены в табл. 7 и 8.

Шаг 11. В данном случае проведение переговоров нецелесообразно, так как кредитование по линии «Гермес» в итоге обходится дороже на 54 339 683 руб. по сравнению с рублевым кредитом на условиях, предлагаемых обслуживающим банком.

* * *

В заключение еще раз отметим, что принятие решений по выбору эффективных схем кредитования должно осуществляться не на основе сложившихся стереотипов, а путем выполнения расчетных процедур в каждом конкретном случае.

Таблица 7

Оценка текущей стоимости расходов по обслуживанию рублевого кредита

Дата наступления расходов	Величина совокупных расходов по обслуживанию кредита	Коэффициент пересчета	Текущая стоимость совокупных расходов по обслуживанию кредита
25.11.2006	26 993 616	1	26 993 616
25.12.2006	24 710 247	0,975410951	24 102 646
25.03.2007	24 710 247	0,951426524	23 509 984
25.06.2007	24 710 247	0,928031850	22 931 896
25.09.2007	24 710 247	0,905212430	22 368 023
25.12.2007	24 710 247	0,882954117	21 818 014
25.03.2008	24 710 247	0,861243115	21 281 530
25.06.2008	24 710 247	0,840065966	20 758 238
25.09.2008	24 710 247	0,819409543	20 247 812
25.12.2008	24 710 247	0,799261042	19 749 938
25.03.2009	24 710 247	0,779607973	19 264 306
25.06.2009	24 710 247	0,760438154	18 790 615
25.09.2009	24 710 248	0,741739703	18 328 572
ИТОГО	323 516 581	—	280 145 190

Таблица 8

Оценка текущей стоимости расходов по обслуживанию кредита по линии «Гермес»

Дата наступления расходов	Величина совокупных расходов по обслуживанию кредита	Коэффициент пересчета	Текущая стоимость совокупных расходов по обслуживанию кредита
25.11.2006	42 997 716	1	42 997 716
25.03.2007	31 316 146	0,951426524	29 795 012
25.09.2007	31 752 953	0,905212430	28 743 168
25.03.2008	32 170 980	0,861243115	27 707 035
25.09.2008	32 567 935	0,819409543	26 686 477
25.03.2009	32 941 267	0,779607973	25 681 274
25.09.2009	33 288 249	0,741739703	24 691 216
25.03.2010	33 606 070	0,705710827	23 716 167
25.09.2010	33 891 621	0,671431999	22 755 919
25.03.2011	34 141 584	0,638818213	21 810 266
25.09.2011	34 352 534	0,607788591	20 879 078
25.03.2012	34 520 701	0,578266187	19 962 154
25.09.2012	34 642 240	0,550177788	19 059 391
ИТОГО	442 189 996	—	334 484 873

Качество прогнозов может быть повышено за счет появления в Республике Беларусь срочного сегмента фондового рынка, что позволит хеджировать валютные риски и опираться в прогнозах на фьючерсные цены.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Бабук И.М.* Инвестиции: финансирование и оценка экономической эффективности. Мн.: ВУЗ-ЮНИТИ, 1996.
2. *Бухгалтерский и налоговый учет, финансовый анализ и контроль / С.И. Адаменкова, И.Н. Бурцева, А.О. Левкович, О.А. Левкович, В.Н. Лемеш.* Под общ. ред. О.А. Левковича. Мн.: Элайда, 2006.
3. *Ван Хорн Дж.К., Вахович Дж.М.* Основы финансового менеджмента/ Пер. с англ. М.: Издат. дом «Вильямс», 2001.
4. *Волков А.С.* Искусство финансирования бизнеса. Выбор оптимальных схем. М.: Вершина, 2006.
5. *Гусаков Б.И.* Экономическая эффективность инвестиций собственника. Мн.: ИПЖ «Финансы, учет, аудит», 1998.
6. *Зелль А.* Инвестиции и финансирование, планирование и оценка проектов. Мн.: БГПА, 1996.
7. *Игошин П.В.* Инвестиции: организация управления и финансирования. М.: ЮНИТИ, 1999.
8. *Кикоть И.И.* Финансирование и кредитование инвестиций. Мн.: Высшая школа, 2003.
9. *Левкович А.О.* Формирование рынка лизинговых услуг. М.: Изд-во деловой и учебной литературы, 2004.
10. *Мелкумов Я.С.* Организация и финансирование инвестиций. М.: Инфра-М., 2000.
11. *Никонова И.А.* Финансирование бизнеса. М.: Альпина Паблишер, 2003.
12. *Организация и финансирование инвестиций: Учеб. пособие / И.В. Сергеев, И.И. Веретенникова, В.В. Яшовский.* М.: Финансы и статистика, 2002.
13. *Ромаш М.В., Шесчук В.И.* Финансирование и кредитование инвестиций. Мн.: Книжный дом: Мисанта, 2004.
14. *Румянцева Е.Е.* Инвестиции и бизнес-проекты. В 2-х ч. Ч. 1. Мн.: «Армита – Маркетинг, Менеджмент», 2001.
15. *Смирнов Л.А.* Организация финансирования инвестиционных проектов. М.: Консалтбанк, 1993.
16. *Ушаков И.И.* Как привлечь инвестиции. СПб.: Питер, 2006.

