

На правах рукописи



**ОРЕХОВ АЛЕКСЕЙ АНАТОЛЬЕВИЧ**

**ОПТИМИЗАЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ В  
ИНТЕГРИРОВАННЫХ СТРУКТУРАХ АПК**

Специальность: 08.00.05 – экономика и управление народным хозяйством  
(экономика, организация и управление предприятиями, отраслями,  
комплексами – АПК и сельское хозяйство)

**АВТОРЕФЕРАТ**

диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Воронеж – 2013

Работа выполнена в Федеральном государственном бюджетном образовательном учреждении высшего профессионального образования «Воронежский государственный аграрный университет имени императора Петра I».

Научный руководитель – кандидат экономических наук, доцент,  
**Агибалов Александр Владимирович**

Официальные оппоненты: **Камалян Артак Каджикович**,  
доктор экономических наук, профессор, ФГБОУ  
ВПО «Елецкий государственный университет  
им. И.А. Бунина», профессор кафедры  
экономики и экономического анализа

**Гребенькова Ольга Александровна**,  
кандидат экономических наук, доцент, ГНУ  
Всероссийский НИИ организации производства,  
труда и управления в сельском хозяйстве  
Россельхозакадемии, ведущий научный  
сотрудник отдела финансово-экономических  
отношений

Ведущая организация: **Федеральное государственное бюджетное  
образовательное учреждение высшего  
профессионального образования «Орловский  
государственный аграрный университет»**

Защита диссертации состоится 28 февраля 2013 года в 12.00 часов на заседании диссертационного совета Д 220.010.02, созданного на базе ФГБОУ ВПО «Воронежский государственный аграрный университет имени императора Петра I», по адресу: 394087, г. Воронеж, ул. Мичурина, 1, ауд. 138.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке ФГБОУ ВПО «Воронежский государственный аграрный университет имени императора Петра I».

Автореферат разослан 25 января 2013 г.

Ученый секретарь  
диссертационного совета,  
д. э. н., профессор



В.Г. Широбоков

## 1. Общая характеристика работы

**Актуальность темы исследования.** Рыночные отношения существенно изменили условия и принципы формирования и использования финансовых ресурсов в агропромышленном секторе экономики. С одной стороны, появились новые возможности наращивания финансового потенциала расширенного воспроизводства, с другой, - заметно расширился спектр решаемых задач, отличающихся повышенной сложностью и ограниченностью временных горизонтов решения (реструктуризация производства, обновление на инновационной основе его материально-технической базы, поддержание конкурентоспособности своей продукции при повышающемся уровне открытости национальной экономики и др.).

Рост интеграции в АПК повышает сложность решения задачи наилучшего использования ограниченных финансовых ресурсов, их распределения между участниками интегрированных структур. Очевидна потребность в разработке и внедрении новых способов управления финансовыми ресурсами на микроэкономическом уровне, ориентированных на эффективное их использование при обеспечении финансовой устойчивости и допустимого уровня финансовых рисков. Все это вызывает необходимость активизации исследований по оптимизации финансовых ресурсов в интегрированных структурах АПК, что и определяет выбор и актуальность темы исследования.

**Степень разработанности проблемы.** Различные аспекты воспроизводства финансовых ресурсов изложены в трудах Бирмана А.М., Бланка И.А., Брейли Р., Бригхема Ю., Грязновой А.Г. Дамодарана А., Дробозиной Л.А., Дьяченко В.П., Камальяна А.К., Ковалева В.В., Колчиной Н.В., Майерса С., Молякова Д.С., Павловой Л.Н., Романовского М.В., Сенчагова В.К., Сысоевой Е.Ф., Хиггинса Р. и др.

Вопросы оптимального планирования в АПК и организации управления интегрированными структурами в АПК нашли отражение в работах Грачева А.В., Загайтова И.Б., Закшевского В.Г., Козыревой А.М., Курносова А.П., Родионовой О.А., Терновых К.С., Улезько А.В, Хицкова И.Ф., Щетининой И.В. и других исследователей.

Вместе с тем многие вопросы, касающиеся методических подходов к оптимизации финансовых ресурсов в интегрированных структурах, обеспечивающих повышение эффективности их функционирования, продолжают оставаться недостаточно проработанными и требуют современного научного осмысления.

**Цель и задачи исследования.** Цель исследования состоит в разработке теоретико-методических положений и практических рекомендаций по оптимизации финансовых ресурсов в интегрированных структурах АПК.

Достижение поставленной цели предопределило решение следующих задач:

- раскрыть экономическую сущность и содержание финансовых ресурсов;
- выявить особенности управления воспроизводством финансовых ресурсов в интегрированных формированиях АПК;

- определить место и роль холдинга «Белстар-Агро» в зернопродуктовом подкомплексе АПК ЦЧР;
- оценить эффективность формирования и использования финансовых ресурсов в холдинге «Белстар-Агро»;
- обосновать методику формирования перспективных параметров финансовых ресурсов в интегрированных структурах АПК;
- разработать экономико-математическую модель по оптимизации финансовых ресурсов интегрированного формирования АПК;
- определить оптимальные параметры финансовых ресурсов холдинга «Белстар-Агро» при различных сценариях развития.

**Предмет, объект и информационно-эмпирическая база исследования.**

Предметом исследования является процесс воспроизводства финансовых ресурсов в интегрированных структурах АПК и его особенности.

Объектом исследования выступают интегрированные предприятия зернопродуктового подкомплекса АПК ЦЧР. Наиболее детальные разработки проводились на примере холдинга «Белстар-Агро».

В качестве источников информации использованы данные Федеральной службы государственной статистики и Министерства экономического развития РФ, результаты маркетинговых исследований, годовые отчеты и производственные программы предприятий холдинговой компании «Белстар-Агро», материалы периодической печати и электронные ресурсы и др.

**Теоретико-методологическая основа и методическая база исследования.** Теоретической и методологической основой диссертационной работы послужили труды отечественных и зарубежных ученых по проблемам воспроизводства финансовых ресурсов в АПК. В качестве нормативно-правовой базы использована совокупность законодательных и нормативно-правовых документов государственных органов Российской Федерации, регламентирующих деятельность интегрированных структур АПК.

В диссертационной работе использовались абстрактно-логический, монографический, системно-структурный, экономико-математический, экономико-статистический и другие методы экономических исследований.

**Положения диссертации, выносимые на защиту.** В работе защищаются следующие наиболее существенные научные результаты, полученные автором в процессе диссертационного исследования:

- выявленные особенности управления воспроизводством финансовых ресурсов в интегрированных структурах АПК;
- тенденции эффективности формирования и использования финансовых ресурсов холдинга «Белстар-Агро»;
- методика формирования перспективных параметров финансовых ресурсов в интегрированных структурах АПК;
- оптимальные параметры финансовых ресурсов, обеспечивающие повышение эффективности функционирования холдинга.

**Научная новизна** диссертационного исследования заключается в развитии теоретико-методических положений и обосновании оптимальных параметров финансовых ресурсов в интегрированных структурах АПК.

Элементами научного вклада являются следующие результаты:

- выявлены особенности управления воспроизводством финансовых ресурсов в интегрированных формированиях АПК, обусловленные спецификой функционирования непосредственно интегрированных структур и денежных доходов, поступлений и накоплений, находящихся в их распоряжении, заключающиеся в высокой централизации управления финансовыми ресурсами, отсутствии законодательной базы для регулирования управления финансовыми ресурсами внутри холдингов, использовании единого казначейства, льготного кредитования между предприятиями ИАПФ, широкого распространения товарного кредитования как механизма перераспределения финансовых ресурсов, а также трансфертного ценообразования - для концентрации основных доходов в головной компании холдинга;

- дана оценка эффективности формирования и использования финансовых ресурсов, отражающая влияние управления финансовыми ресурсами на рост рыночной стоимости организации и риски неустойчивого развития, которая позволила определить следующие тенденции: предприятия холдинга «Белстар-Агро» не обеспечивают рассчитанную доходность для собственников, стоимость холдинга разрушается, снижается его финансовая устойчивость;

- предложена методика формирования перспективных параметров финансовых ресурсов в интегрированных структурах, основанная на экономико-математическом моделировании и состоящая из двух этапов: определение оптимальной производственной программы развития; оптимальное распределение финансовых ресурсов;

- определены оптимальные параметры финансовых ресурсов при различных сценариях развития, предполагающие рост объемов производства и реализации продукции, обеспечивающих повышение доходности холдинга «Белстар-Агро» с учетом изменения макроэкономических показателей.

#### **Теоретическая и практическая значимость результатов работы.**

Теоретическое значение исследования заключается в определении экономической сущности и содержания финансовых ресурсов интегрированных структур АПК, в выявлении специфики управления воспроизводством финансовых ресурсов в них, в разработке концептуального подхода к оптимизации финансовых ресурсов на перспективу.

Практическая значимость проведенного исследования заключается в том, что основные его положения могут быть использованы предприятиями и интегрированными формированиями АПК для решения проблем воспроизводства и оптимизации финансовых ресурсов, региональными органами управления сельского хозяйства при разработке мероприятий по развитию зернопродуктовой отрасли АПК.

Материалы диссертации целесообразно использовать в преподавании на экономических факультетах аграрных вузов при изучении дисциплин

«Планирование на предприятии АПК», «Экономика отраслей АПК», «Производственный менеджмент», а также для дальнейших научно-практических разработок по совершенствованию управления воспроизводством финансовых ресурсов в интегрированных структурах АПК.

**Соответствие паспорта научной специальности.** Диссертационное исследование по своей актуальности, полученным научным результатам, их новизне, теоретической и практической значимости находится в рамках специальности 08.00.05 – экономика и управление народным хозяйством (экономика, организация и управление предприятиями, отраслями, комплексами – АПК и сельское хозяйство), а предметная область исследования соответствует п. 1.2.33. Особенности воспроизводственного процесса в сельском хозяйстве, в том числе воспроизводства основных фондов, земельных и трудовых ресурсов, инвестиционной деятельности, финансирования и кредитования и п. 1.2.43. Экономические проблемы формирования и функционирования интегрированных структур в АПК и сельском хозяйстве паспорта специальностей ВАК Министерства образования и науки РФ.

**Апробация и публикация результатов работы.** Основные положения исследования докладывались и обсуждались: на межрегиональной научно-практической конференции молодых ученых «Инновационные технологии и технические средства для АПК» (Воронеж, ФГОУ ВПО ВГАУ, 2009); на IV международной научно-практической конференции «Технические и социально-гуманитарные аспекты профессиональной деятельности ГПС МЧС России: проблемы и перспективы» (Воронеж, ФГБОУ ВПО Воронежский институт ГПС МЧС России, 2009); на международной научно-практической конференции «Долгосрочное социально-экономическое развитие России: цель, приоритеты, механизмы, инструментарий» (Ростовская обл., пос. Персиановский, ФГОУ ВПО «Донской ГАУ», 2012); на международной научно-практической конференции «Российская экономическая модель: содержание и структуры» (Геленджик, 2012); на всероссийской научно-практической конференции «Экономические проблемы модернизации и инновационного развития агропромышленного комплекса России» (Махачкала, ФГБОУ ВПО «Дагестанский ГАУ», 2012) и др.

По теме диссертационного исследования опубликовано 11 работ (в том числе 1 статья в журналах и изданиях, определенных ВАК Министерства образования и науки РФ), общий объем публикаций составляет 5 п.л., из них авторского текста – 3,63 п.л.

Отдельные предложения доведены до конкретных научно-практических рекомендаций и используются в деятельности структурных подразделений агропромышленного комплекса Воронежской области и Краснодарского края, что подтверждается соответствующими документами.

**Объем и структура диссертационной работы.** Диссертация состоит из введения, трех глав, выводов и предложений, списка использованной литературы, приложений. Диссертационная работа изложена на 165 страницах компьютерного текста, содержит 38 таблиц, 18 рисунков, 9 приложений, библиографический список включает 133 наименования.

**Во введении** обоснована актуальность темы диссертационной работы, показаны цель, задачи, предмет и объект исследования, сформулированы элементы научной новизны, теоретическая и практическая значимость результатов, полученных в процессе исследования.

**В первой главе - «Теоретические и методические основы оптимизации финансовых ресурсов в интегрированных структурах АПК»** - исследованы экономическая сущность и содержание финансовых ресурсов и определены особенности управления воспроизводством финансовых ресурсов в интегрированных структурах АПК.

**Во второй главе - «Состояние и тенденции воспроизводства финансовых ресурсов в интегрированных структурах зернопродуктового подкомплекса АПК ЦЧР»** - выявлены место и роль холдинга «Белстар-Агро» в зернопродуктовом подкомплексе АПК ЦЧР и проведена оценка эффективности использования финансовых ресурсов в данном холдинге.

**В третьей главе - «Концепция оптимизации финансовых ресурсов в интегрированных структурах АПК»** - обоснована методика формирования перспективных параметров финансовых ресурсов и определены оптимальные параметры производства продукции, а также распределения финансовых ресурсов холдинговой компании «Белстар-Агро» при различных сценариях развития.

**В выводах и предложениях** сформулированы основные результаты диссертационного исследования.

## **2. Положения диссертации, выносимые на защиту**

### *2.1. Выявленные особенности управления воспроизводством финансовых ресурсов в интегрированных структурах АПК*

Ресурсообеспеченность деятельности предприятия является основным вопросом как простого, так и расширенного воспроизводства. Особенно актуально этот вопрос возникает при наличии неблагоприятных условий развития, экономического кризиса. При этом финансовые ресурсы для обеспечения воспроизводства играют ведущую роль.

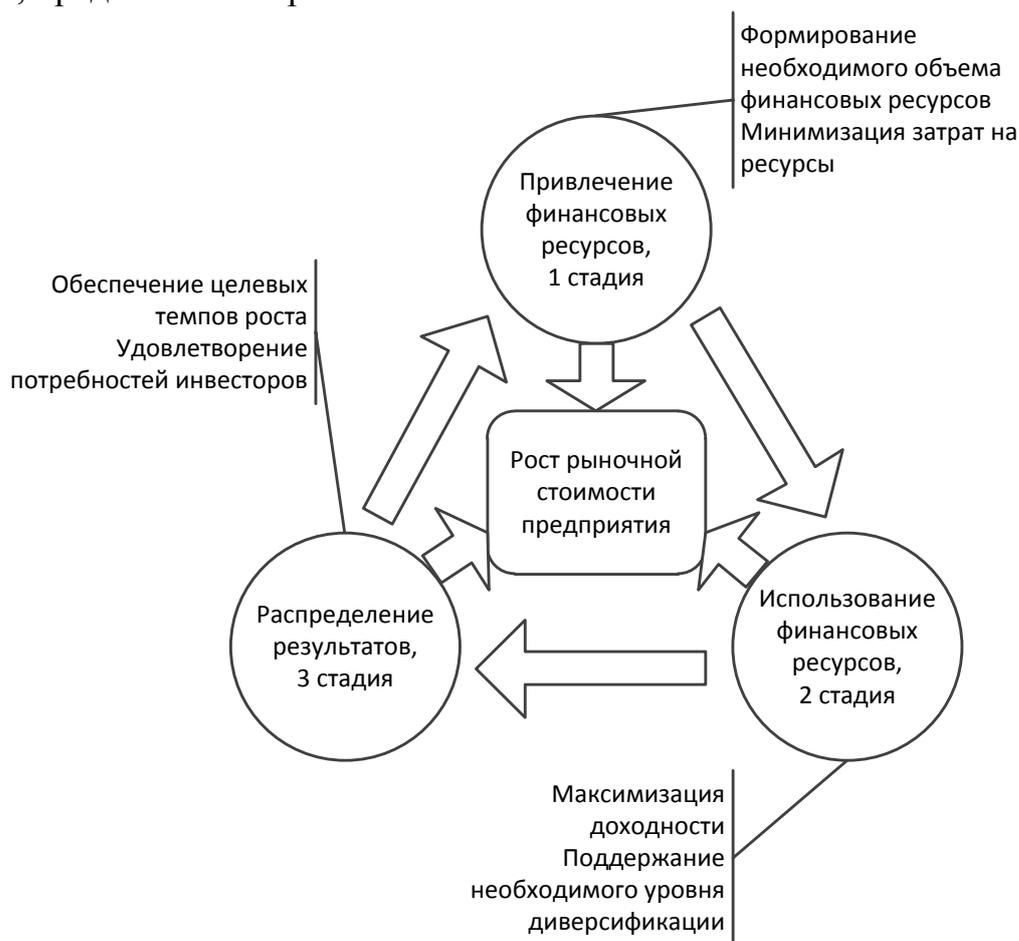
Сравнительное обобщение теоретических разработок российских ученых в этой области свидетельствует о наличии трех направлений в определении понятия «финансовые ресурсы». Представители первого направления рассматривают сущность финансовых ресурсов на уровне макроэкономики. Сторонники второго направления исследуют финансовые ресурсы на уровне хозяйствующих субъектов, определяя, что они возникают на стадии распределения. Третье направление определяет финансовые ресурсы с позиции производственного подхода, т.е. выделяются доходы как часть денежных потоков, характеризующие завершение процесса кругооборота капитала, и внешние поступления как продукт распределительных и перераспределительных процессов.

По мнению автора, сущность категории «финансовые ресурсы» более полно раскрывается в рамках производственного подхода. В данных

определениях подчеркивается роль финансовых ресурсов для предприятия и возможность их представления в разных формах. Финансовые ресурсы имеют свойство трансформироваться в другие виды ресурсов, таким образом, участвуя и на стадиях производства, и обмена, и потребления, а не только распределения.

В диссертации под финансовыми ресурсами предприятия понимается основополагающий источник осуществления его деятельности, образуемый в форме денежных доходов, поступлений и накоплений, находящийся в распоряжении предприятия и способный временно переходить в прочие виды ресурсов для достижения целей деятельности предприятия.

Кругооборот финансовых ресурсов на предприятии, включающий три стадии, представлен на рис. 1.



**Рисунок 1 - Схема движения финансовых ресурсов предприятия**

На первой стадии происходит привлечение необходимого объема финансовых ресурсов из различных источников: собственные средства предприятия, внешнее целевое финансирование и кредитование. Эту стадию можно охарактеризовать как пассивную форму существования финансовых ресурсов. На второй стадии происходит трансформация финансовых ресурсов в активную форму, то есть в оборотные и внеоборотные активы предприятия, где финансовые ресурсы используются для создания конечного продукта его деятельности. Свойством второй стадии движения финансовых ресурсов

является то, что финансовые ресурсы создают право собственности предприятия на различные активы. На третьей стадии конечный продукт активной формы финансовых ресурсов - готовая продукция или услуга – реализуется потребителю и переходит в денежную форму, выручку. На этой стадии финансовые ресурсы предстают в активно-пассивной форме, так как одна их часть используется для удовлетворения инвесторов, кредиторов, государства в части обязательных платежей (активная часть), а другая - вновь переходит на первую стадию движения финансовых ресурсов, на стадию привлечения финансовых ресурсов для возобновления деятельности.

В отличие от других точек зрения на кругооборот финансовых ресурсов, в работе доказывается, что на каждой стадии движения цель управления финансовыми ресурсами должна быть направлена на достижение основной цели функционирования предприятия – рост его рыночной стоимости.

Исследованиями установлено, что воспроизводству финансовых ресурсов в интегрированных структурах АПК присущи особенности, обусловленные отраслевой спецификой производственного процесса в АПК и организационно-правовой формой, в которой они создаются и функционируют. Это вызывает объединение финансовых потоков предприятий-участников интегрированной структуры АПК и создание единого пространства движения финансовых ресурсов внутри формирования.

В холдингах предприятия конкурируют между собой за получение дополнительных финансовых ресурсов из общих фондов формирования. Для контроля за поступлением и распределением финансовых ресурсов между предприятиями обычно создается центральная управляющая компания, где сосредоточен руководящий аппарат холдинга.

Не останавливаясь на известных отраслевых особенностях воспроизводства финансовых ресурсов, в диссертационной работе автор к современным особенностям управления воспроизводством финансовых ресурсов в рамках агрохолдинга относит:

1) подчинение дочерних предприятий центральному аппарату выстраивается за счет приобретения руководством холдинга большинства долей в уставных капиталах этих организаций. Головная компания холдинга зачастую является единственным или мажоритарным учредителем дочерних компаний и может без уплаты налогов увеличивать финансовые ресурсы предприятий за счет своих средств;

2) в рамках холдинга все предприятия могут предоставлять займы друг другу на льготных условиях. Сумма самого займа не облагается налогом, но получаемые проценты – облагаются налогом на прибыль. Выплачиваемые же проценты являются расходами для целей налога на прибыль (в определенных пределах, ст. 269 НК РФ), что может использоваться для снижения налоговой нагрузки на предприятие;

3) большую долю в финансовых ресурсах предприятий, входящих в холдинги, занимают привлеченные средства других организаций того же формирования, отраженные в балансе в форме кредиторской задолженности. При этом существующая практика показывает, что такие ресурсы могут

привлекаться как в счет оплаты реальных товаров и услуг, так и по необеспеченным товарам и услугами сделкам, с последующим возвратом авансов. Такой способ финансирования может использоваться для налоговой оптимизации предприятий холдинга, в частности по налогу на добавленную стоимость.

4) в холдингах может создаваться единое казначейство, т.е. распоряжение всеми расчетными счетами предприятий концентрируется в руках управляющей компании. С одной стороны, повышается надежность финансовой дисциплины предприятий, снижаются риски недобросовестности менеджмента на местах, а с другой, - при неэффективно выстроенной системе управления это может привести к задержкам в движении денежных средств, к рискам просрочки платежей, штрафам и санкциям;

5) широко используется практика трансфертного ценообразования, подразумевающая совершение сделок между организациями холдинга по «внутренним» ценам, отличающимся от рыночных. Трансфертное ценообразование является наиболее мощным и универсальным методом перераспределения средств между элементами холдинга. Зачастую все сделки с внешними организациями происходят через одну или несколько специализированных торговых компаний, являющихся «центрами прибыли» холдинга, которые затем перечисляют полученные средства головной холдинговой организации. При этом все остальные (производственные и т.п.) организации холдинга продают такой торговой компании продукцию по себестоимости или чуть выше, работая на грани безубыточности. Средства, необходимые им для инвестирования и т.д., они получают в централизованном порядке от головной холдинговой организации;

б) движение финансовых ресурсов между организациями формирования может происходить в виде дивидендов. При этом если организация-получатель владеет долей не менее 50% в уставном капитале (обычно головная, управляющая компания холдинга), то это движение финансовых ресурсов не облагается налогом на прибыль;

7) механизм корпоративного управления в отечественных интегрированных формированиях остается несовершенным и излишне централизованным. В частности, управленческие решения по вопросам финансовых ресурсов концентрируются на личности собственников компании, которые опасаются делегировать полномочия управляющим на местах. Это приводит к задержкам в принятии решений, повышаются риски деятельности;

8) при отсутствии законодательной базы, регулирующей деятельность холдингов, подчиненность в рамках формирования регулируется только внутренними договорами, а зачастую они отсутствуют. В частности, по вопросам управления финансовыми ресурсами финансовый директор управляющей компании холдинга является высшей инстанцией по принятию решений для всех предприятий, хотя юридически может быть с ними не связанным. Это может привести к тому, что за ошибки в управлении финансовыми ресурсами юридическую ответственность будут нести управляющие кадры на местах.

Предприятия, входящие в интегрированные агропромышленные формирования, могут иметь различный уровень финансового состояния, износа основных фондов, что влияет на уровень их кредитоспособности. Координация финансовых потоков внутри формирования при помощи головной компании позволяет решать задачи финансирования отстающих предприятий, направлять средства на реализацию крупных проектов, добиваться повышения общей эффективности воспроизводства финансовых ресурсов.

В исследовании подчеркивается, что целью управления финансовыми ресурсами в интегрированных структурах является максимизация роста рыночной стоимости в целом всего формирования, а не каждого отдельного предприятия. Необходима финансовая политика, направленная на повышение эффективности использования всей совокупности финансовых ресурсов группы.

## *2.2. Тенденции эффективности формирования и использования финансовых ресурсов холдинга «Белстар-Агро»*

В диссертации для оценки конечной эффективности формирования и использования финансовых ресурсов предприятия, определения создания или разрушения его рыночной стоимости предлагается использовать показатель экономической добавленной стоимости (EVA), определяемый по формуле:

$$EVA = NOPAT - CE \times WACC, \quad (1)$$

где NOPAT (Net Operating Profit After Tax) – посленалоговая операционная прибыль без учета начисленных процентов по кредитам и полученным займам, руб.;

CE (Capital Employed) – инвестированный (вложенный) капитал, руб.;

WACC (Weighted Average Cost of Capital) – средневзвешенная стоимость капитала, % в год<sup>1</sup>.

По мнению автора, наиболее сложной процедурой в EVA является определение цены собственного капитала, которая в отличие от зарубежной практики в отечественной экономике зачастую не определяется вовсе. С целью устранения этого недостатка в работе предлагается использовать модель оценки инвестиционных активов (CAPM, capital asset pricing model):

$$CAPM = r_f + \beta_{lev} * (E(r_m) - r_f) + S + C, \quad (2)$$

где  $r_f$  - номинальная доходность безрисковых активов, %;

$\beta_{lev}$  - коэффициент бета с учетом финансового риска;

$E(r_m)$  - номинальная доходность рыночного портфеля активов, %;

$(E(r_m) - r_f)$  - рыночная премия за риск, %;

S - премия, связанная с размером компании, %;

C - премия за страновой риск, %<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Бригхэм Ю. Финансовый менеджмент. 10-е изд. / Ю. Бригхэм, М. Эрхардт. – Пер. с англ. под ред. к.э.н. Е.А. Дорофеева. – СПб.: Питер, 2009. – с.88.

<sup>2</sup> Дамодаран А. Стратегический риск-менеджмент: принципы и методики / А. Дамодаран. - Пер. с англ. О. Л. Пелявского, Е. В. Трибушина. — М.: Вильямс, 2010. — с. 155.

Проведенный анализ полученных показателей EVA агрохолдинга показал, что ни одно из предприятий к 2011 г. не обеспечивало рассчитанную доходность для собственников, поскольку значение экономической добавленной стоимости отрицательно (табл. 1). Стоимость предприятия не увеличивается, а напротив, разрушается. Кроме того, достаточно высок показатель D/E (отношение заемных средств к собственным) на всех предприятиях. По статистике А. Дамодарана, этот показатель на мировом уровне для аналогичных компаний составляет 0,2824, в то время как сводный показатель по холдингу превышает значение 2.

Причиной сложившегося положения является недостаточный уровень прибыли, который не способен удовлетворить потребности собственников и покрыть затраты на финансовые ресурсы, что является следствием сложившихся объемов реализации готовой продукции и низкого уровня рентабельности производства.

**Таблица 1 - Экономическая добавленная стоимость предприятий холдинга «Белстар-Агро», тыс.руб.**

Предприятия	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.
ОАО «КХП «Калачеевский»	-82 766	-70 801	-104 760	-117 131
ООО «БелгородБелстарАгро»	-1 463	-26 994	-41 148	-53 493
ОАО «Токаревский КХП»	-46 461	-72 483	-87 401	-178 455
ОАО «Воронежская макаронная фабрика»	-6 078	-6 621	-4 890	-8 064
ЗАО «БалашовБелстарАгро»	-19 147	-36 267	-36 737	-44 193
ООО «Старооскольская макаронная фабрика»	---	---	-6 109	-9 569
ОАО «Золотой колос»	-9 177	-8 208	-13 714	-46 925
ЗАО Хлебокомбинат «Золотой колос»	-2 924	-8 331	-22 032	-25 335
ООО «Бобровский хлебозавод»	---	---	16 287	-15 373

С целью выявления влияния финансовых ресурсов на риски развития холдинга предлагается рассматривать соотношение показателей темпов роста активов, выручки и прибыли, а также отклонение темпов прироста выручки от темпов устойчивого роста. В работе под темпом устойчивого (приемлемого) роста понимается скорость увеличения выручки от продаж (экономический рост), которую предприятие в состоянии достичь преимущественно за счет собственного капитала на условиях сохранения определенных пропорций между собственными и заемными источниками финансирования и поддержания своей финансовой устойчивости на заданном уровне.

Разница между реальным ростом выручки и темпом устойчивого (приемлемого) роста оценивалась с помощью показателя отклонения устойчивого роста SGC (Sustainable Growth Challenge):

$$SGC = \ln\left(\frac{\text{Выр}_t}{\text{Выр}_{t-1}}\right) - g, \quad (3)$$

где  $\text{Выр}_t$  и  $\text{Выр}_{t-1}$  – выручка в периоде  $t$  и  $t-1$  соответственно;

$g$  – темп устойчивого (приемлемого) роста<sup>3</sup>.

На основе расчетов и анализа соотношений автором сделан вывод о неустойчивом развитии практически всех предприятий, входящих в холдинг. Это подтверждается данными таблицы 2.

**Таблица 2 - Темпы роста чистой прибыли, выручки и активов предприятий холдинга «Белстар-Агро», %**

Предприятия	Показатели	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.
ОАО «КХП «Калачеевский»	Темп роста чистой прибыли	66,65	1084,58	8,35	отриц.
	Темп роста выручки	77,11	185,39	149,06	84,47
	Темп роста активов	114,58	134,81	107,78	105,70
ООО «БелгородБелстарАгро»	Темп роста чистой прибыли	5340,26	0,59	47,15	158,62
	Темп роста выручки	71,53	383,96	299,79	105,94
	Темп роста активов	112,69	146,96	225,51	105,69
ОАО «Токаревский КХП»	Темп роста чистой прибыли	161,81	424,69	17,62	отриц.
	Темп роста выручки	135,18	193,43	110,54	93,43
	Темп роста активов	273,03	107,39	131,68	121,75
ОАО «Воронежская макаронная фабрика»	Темп роста чистой прибыли	71,53	22,01	157,47	22,61
	Темп роста выручки	138,61	100,96	96,67	119,40
	Темп роста активов	96,35	63,66	124,79	141,06
ЗАО «БалашовБелстарАгро»	Темп роста чистой прибыли	169,09	74,30	122,40	отриц.
	Темп роста выручки	126,55	99,61	110,36	76,34
	Темп роста активов	219,23	106,91	102,12	98,95
ООО «Старооскольская макаронная фабрика»	Темп роста чистой прибыли	---	---	11860,0	11,30
	Темп роста выручки	---	---	83,26	105,30
	Темп роста активов	---	---	308,15	110,00
ОАО «Золотой колос»	Темп роста чистой прибыли	9,23	357,23	25,45	отриц.
	Темп роста выручки	97,62	107,86	109,04	170,06
	Темп роста активов	67,21	94,97	180,56	131,84
ЗАО Хлебокомбинат «Золотой колос»	Темп роста чистой прибыли	1596,63	18,44	9,16	525,00
	Темп роста выручки	182,66	93,36	259,88	214,58
	Темп роста активов	176,92	158,21	324,43	51,16
ООО «Бобровский хлебозавод»	Темп роста чистой прибыли	---	---	1853100	отриц.
	Темп роста выручки	---	---	99,29	112,00
	Темп роста активов	---	---	119,15	427,52

<sup>3</sup> Escalante, Cesar L. Farm-Level Evidence on the Sustainable Growth Paradigm from Grain and Livestock Farms / Cesar L. Escalante, Calum G. Turvey, Peter J. Barry // The International Association of Agricultural Economists Conference, Gold Coast, Australia, August 12-18, 2006.

Более того, к 2011 г. наблюдается снижение темпа роста прибыли, при этом активы и выручка растут быстрее, что связано с ростом инвестиционной активности холдинга, привлечением больших объемов кредитных средств.

Проведенные расчеты темпов устойчивого (приемлемого) роста предприятий холдинга «Белстар-Агро» и их отклонений свидетельствует о потере их финансовой устойчивости, усугубляются риски неплатежеспособности и банкротства (табл. 3).

**Таблица 3 - Темпы устойчивого (приемлемого) роста предприятий холдинга «Белстар-Агро» и их отклонение, %**

Показатели	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.
<b>ОАО «КХП «Калачеевский»</b>				
Темп устойчивого роста	-0,24	6,54	0,51	-1,64
Темп прироста выручки	-22,89	85,39	49,06	-15,53
Отклонение роста SGC	-25,75	55,19	39,41	-15,25
<b>ООО «БелгородБелстарАгро»</b>				
Темп устойчивого роста	26,81	0,12	0,06	0,09
Темп прироста выручки	-28,47	283,96	199,79	5,94
Отклонение роста SGC	-60,32	134,42	109,73	5,68
<b>ОАО «Токаревский КХП»</b>				
Темп устойчивого роста	406,55	3,56	0,59	-16,87
Темп прироста выручки	35,18	93,43	10,54	-6,57
Отклонение роста SGC	-376,41	62,42	9,43	10,08
<b>ОАО «Воронежская макаронная фабрика»</b>				
Темп устойчивого роста	14,51	2,79	-23,45	1,26
Темп прироста выручки	38,61	0,96	-3,37	19,40
Отклонение роста SGC	18,14	-1,84	20,02	16,47
<b>ЗАО «БалашовБелстарАгро»</b>				
Темп устойчивого роста	24245,69	0,45	-0,60	-3,17
Темп прироста выручки	26,55	-0,39	10,36	-23,66
Отклонение роста SGC	-24222,15	-0,84	10,46	-23,82
<b>ООО «Старооскольская макаронная фабрика»</b>				
Темп устойчивого роста	---	---	-57,42	1,37
Темп прироста выручки	---	---	-16,74	5,30
Отклонение роста SGC	---	---	39,10	3,79
<b>ОАО «Золотой колос»</b>				
Темп устойчивого роста	3,20	92,01	1,49	-70,94
Темп прироста выручки	-2,38	7,86	9,04	70,06
Отклонение роста SGC	-5,61	-84,44	7,17	124,04
<b>ЗАО Хлебокомбинат «Золотой колос»</b>				
Темп устойчивого роста	1504800,00	18,30	1,42	7,34
Темп прироста выручки	82,66	-6,64	159,88	114,58
Отклонение роста SGC	-1504739,76	-25,17	94,09	69,01
<b>ООО «Бобровский хлебозавод»</b>				
Темп устойчивого роста	---	---	1717100	-116,62
Темп прироста выручки	---	---	-0,71	12,00
Отклонение роста SGC	---	---	-1717100,71	127,95

Текущая политика развития предприятий холдинга приводит к росту угроз их функционирования, что требует активизации управления финансовыми ресурсами для снижения данных рисков.

Таким образом, в ходе анализа было определено, что на предприятиях холдинга «Белстар-Агро» нарушены соотношения между темпами устойчивого роста и темпами прироста выручки, что отражает рост угроз неустойчивого развития, дефицит собственных финансовых ресурсов, нерациональное использование имеющихся совокупных финансовых ресурсов холдинга.

Рассмотренные показатели свидетельствуют о том, что недостаточная прибыльность предприятий холдинга «Белстар-Агро» ведет к сокращению его рыночной стоимости, не способна покрыть ожидаемые потребности собственников, а опережающие темпы роста активов и выручки, не поддерживаемые достаточным приростом собственных ресурсов, расшатывают финансовую устойчивость холдинга и ведут к потере финансовой независимости.

### *2.3. Методика формирования перспективных параметров финансовых ресурсов в интегрированных структурах АПК*

В исследовании под оптимизацией финансовых ресурсов интегрированной структуры понимается приведение их системы в наилучшее состояние, обеспечивающее прирост рыночной стоимости интегрированного формирования и укрепление его финансовой устойчивости.

При этом оптимизация финансовых ресурсов должна происходить в тесной взаимосвязи с производственной деятельностью предприятий холдинга, согласовываться с планами его перспективного развития. Цель оптимизации должна совпадать с общей целью деятельности всей интегрированной структуры.

В диссертационной работе предложена методика формирования перспективных параметров финансовых ресурсов в интегрированных структурах на основе их оптимизации, выполняемой в два этапа:

- определение оптимальной производственной программы развития предприятий, входящих в холдинг;
- оптимальное распределение финансовых ресурсов холдинга между предприятиями.

В исследовании разработана и предлагается экономико-математическая модель, которая имеет блочно-диагональную структуру. Каждое предприятие, входящее в состав формирования, представлено отдельным блоком, общие требования к совокупности предприятий и взаимосвязь между ними реализуются в связующем блоке.

Для предприятий и формирований, имеющих возможность выбора приоритетных направлений деятельности в зависимости от поставленных целей, в первую очередь необходимо решать задачу определения оптимальных параметров производства. На это влияет множество факторов, таких как специализация, условия хозяйствования, особенности реализации продукции, а также наличие финансовых ресурсов. Оптимальная производственная

программа, в конечном счете, оказывает воздействие и на эффективность создания новой стоимости.

В отличие от традиционных подходов, автором предлагается оптимизацию производственных программ предприятий холдинга проводить по критерию максимизации прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, EBITDA). По этому показателю можно судить об эффективности производства и реализации предприятием продукции вне зависимости от характера используемых финансовых ресурсов.

Целевая функция первого этапа примет вид:

$$EBITDA \rightarrow \max \quad (4)$$

или

$$X_{n+1} - \sum_{j=1}^N X_j \rightarrow \max \quad (5)$$

где  $X_{n+1}$  - это сумма выручки холдинга за период;

$X_j$  - сумма затрат  $j$ -го вида за период;

при следующих ограничениях:

1) ограничение по сумме выручки:

$$\sum_{j \in J} \sum_{k \in K} P_{jk} X_{jk} - X_{n+1} = 0, \quad (6)$$

где  $P_{jk}$  - цена единицы  $j$ -го вида продукции на  $k$ -ом предприятии;

$X_{jk}$  - объем производства  $j$ -го вида продукции на  $k$ -ом предприятии;

2) ограничение по сумме затрат:

$$\sum_{i \in I} \sum_{j \in J} \sum_{k \in K} Q_{ijk} X_{jk} - X_i = 0, \quad (7)$$

где  $Q_{ijk}$  - затраты  $i$ -го вида на единицу  $j$ -го вида продукции на  $k$ -ом предприятии;

3) ограничения по производству, представляющие ограничения мощности производственных агрегатов:

$$\sum_{j \in J} \sum_{k \in K} X_{jk} \leq \sum_{j \in J} \sum_{k \in K} Q_{jk} \quad (8)$$

где  $Q_{jk}$  - максимальный объем производства продукции  $j$ -го вида  $k$ -го предприятия холдинга;

4) ограничения по сбыту, которые представляют собой ограниченный суммарный спрос на продукцию:

$$\sum_{j \in J} \sum_{k \in K} X_{jk} \leq \sum_{j \in J} \sum_{k \in K} D_{jk}, \quad (9)$$

где  $D_{jk}$  - максимальный спрос на продукцию  $j$ -го вида  $k$ -го предприятия холдинга;

5) условие неотрицательности переменных:

$$X_{jk} \geq 0. \quad (10)$$

Реализация экономико-математической задачи на первом этапе позволит определить оптимальный объем производства продукции на всех предприятиях холдинга. Соответственно на основе рассчитанных объемов производства можно определить необходимый оптимальный объем финансирования каждого предприятия холдинга.

Вторым шагом является оптимальное распределение необходимого объема финансовых ресурсов для выполнения поставленной производственной программы. При этом критерием оптимальности будет являться минимизация затрат на использование разных видов финансовых ресурсов.

Целевая функция второго этапа примет вид:

$$\text{ЗатрФР} \rightarrow \min \quad (11)$$

или

$$\sum_{j \in J} \sum_{k \in K} C_{jk} X_{jk} \rightarrow \min, \quad (12)$$

где  $C_{jk}$ , - цена  $j$ -го вида финансовых ресурсов на  $k$ -го предприятии;

$X_{jk}$  – объем  $j$ -го вида финансовых ресурсов на  $k$ -го предприятии;

при следующих ограничениях:

1) ограничения по сумме финансовых ресурсов:

$$\sum_{j \in J} \sum_{k \in K} X_{jk} - \sum_{k \in K} X'_k = 0, \quad (13)$$

где  $X'_k$  - потребность в финансовых ресурсах на  $k$ -ом предприятии;

2) ограничения по минимальной сумме уставного капитала (в зависимости от организационно-правовой формы):

$$X_{jk} \geq X''_k, \quad (14)$$

где  $X''_k$  - минимальный объем собственных финансовых ресурсов на  $k$ -ом предприятии;

3) ограничения наличия собственных финансовых ресурсов:

$$\sum_{j \in J} \sum_{k \in K} X_{jk} \leq \sum_{j \in J} X_j^n, \quad (15)$$

где  $X_j^n$  – совокупные финансовые ресурсы  $j$ -го вида холдинга;

4) условие неотрицательности переменных:

$$X_{jk} \geq 0. \quad (16)$$

Таким образом, использование данной модели на втором этапе позволит определить, как оптимально использовать финансовые ресурсы холдинга с целью прироста стоимости всего интегрированного формирования.

#### *2.4. Оптимальные параметры финансовых ресурсов, обеспечивающие повышение эффективности холдинга*

Предложенный методический подход к оптимизации финансовых ресурсов был реализован поэтапно, с применением сценарного подхода и использованием методов экономико-математического моделирования. Для разработки использовался табличный процессор Microsoft Excel.

Сценарии развития интегрированного формирования до 2020 г. разработаны с учетом темпов роста стоимостных показателей, принятых в прогнозах Минэкономразвития РФ. При их обосновании учитывалось, насколько полно будут задействованы производственные мощности и увеличены объемы реализации продукции холдинга, исходя из возможностей предприятий холдинга (табл. 4).

В соответствии с этим в них предусмотрено:

- 1) фактический – сохранение объемов производства на уровне 2010-2011 г.;
- 2) инерционный – рост объемов производства до среднего уровня загрузки мощностей, задействование половины имеющегося резерва;
- 3) оптимистический – полная загрузка производственных мощностей к 2020 г.

Анализ результатов решения экономико-математической задачи показал, что по первому сценарию прогноза, при сохранении объемов производства и реализации продукции на уровне 2011 г., прибыль холдинга будет сохраняться примерно на одном уровне при росте затрат и выручки. Это скажется на снижении показателей уровня рентабельности продаж и уровня рентабельности производства. Так, при росте выручки к 2015 г. на 23% по сравнению с 2012 г., прибыль к этому же периоду увеличится лишь на 16% от уровня 2012 г. Сокращение уровня рентабельности свидетельствует о снижении эффективности деятельности холдинга при сохранении существующих объемов производства и реализации продукции.

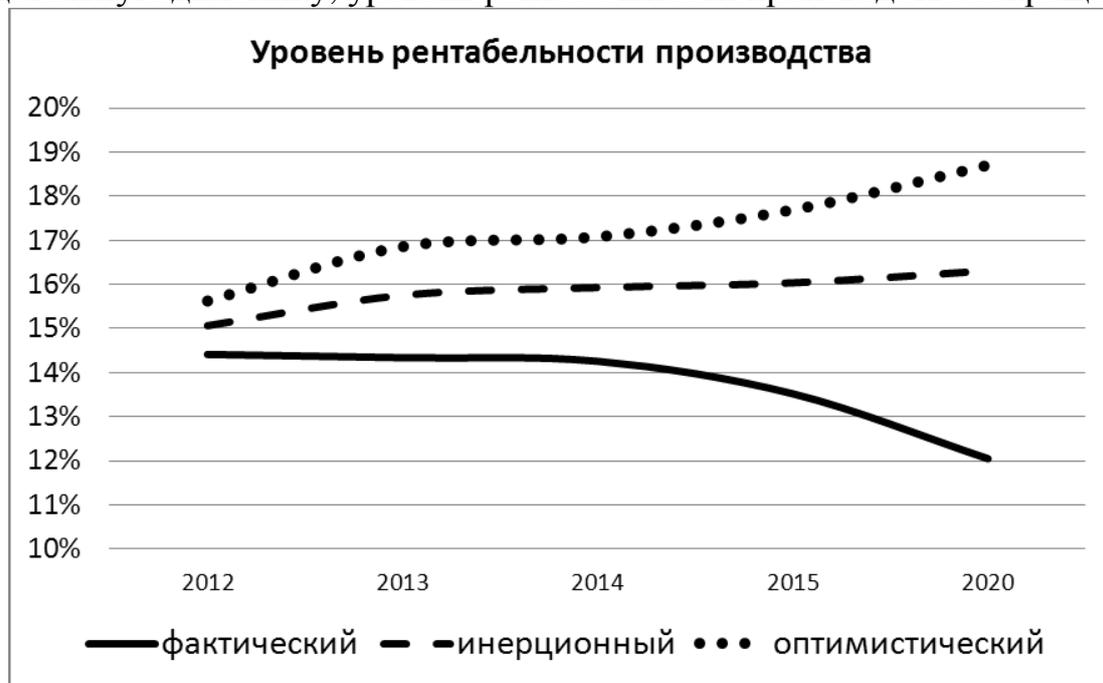
По второму сценарию средний рост загруженности производственных мощностей оказывает положительный эффект на результаты деятельности холдинга. Рост годовой выручки с 2012 г. по 2015 г. составит 46%, рост прибыли (ЕБИТДА) – 54%. Соответственно повысится и уровень рентабельности продаж, с 13,1% в 2012 г. до 13,8% к 2015 г.

По третьему сценарию темпы роста выручки и прибыли являются наибольшими, с 2012 г. по 2015 г. средняя выручка увеличится на 66%, прибыль – на 85%. К 2020 г. загрузка мощностей составит 100%, что позволит добиться уровня рентабельности продаж в размере 15,8%.

**Таблица 4 – Прогнозные параметры развития предприятий холдинга «Белстар-Агро»**

Предприятие	Направление	2012г			2015г			2020г		
		фактический	инерционный	оптимистический	фактический	инерционный	оптимистический	фактический	инерционный	оптимистический
ОАО «Комбинат Хлебопродуктов «Калачеевский»	Переработка пшеницы, тн	29420	31023	32626	29420	35832	42245	29420	43848	58275
	Переработка гречихи, тн	9873	10453	11032	9873	12191	14509	9873	15089	20305
	Переработка проса, тн	1007	1007	1007	1007	1007	1007	1007	1007	1007
	Хранение зерна, тн.хран	139925	139379	138834	139925	137742	135560	139925	135014	130103
ООО «БелгородБелстарАгро»	Переработка пшеницы, тн	14416	14764	15112	14416	14416	14416	14416	14416	14416
	Хранение зерна, тн.хран.	8996	8909	8822	8996	8996	8996	8996	8996	8996
ОАО «Токаревский комбинат хлебопродуктов»	Переработка ржи, тн	13172	15678	18183	13172	13172	13172	13172	13172	13172
	Переработка подсолнечника, тн	15123	16479	17834	15123	20545	25968	15123	27323	39523
	Хранение зерна, тн.хран	137926	136961	135996	137926	136571	135215	137926	134876	131826
ОАО «Воронежская макаронная фабрика»	Производство макарон.изд., тн	5790	5884	5884	5790	5884	5884	5790	5884	5884
	Производство фас.макарон.изд., тн	5637	5637	5637	5637	5637	5637	5637	5637	5637
ЗАО «БалашовБелстарАгро»	Производство макарон.изд., тн	7920	8463	8713	7920	9212	10210	7920	10460	9735
	Производство фас.макарон.изд., тн	293	442	590	293	888	1483	293	1632	2971
ООО «Старооскольская макаронная фабрика»	Производство макарон.изд., тн	11778	13730	14687	11778	16601	20429	11778	21387	15000
	Производство фас.макарон.изд., тн	995	1773	2551	995	4107	7219	995	7997	15000
ОАО «Золотой колос»	Производство хлебобул.изд., тн	7451	7743	8036	7451	8620	9789	7451	10081	12710
	Производство кондитер.изд, тн	226	254	282	226	339	453	226	481	736
ЗАО Хлебокомбинат «Золотой колос»	Производство хлебобул.изд., тн	12189	14019	15848	12189	19507	26824	12189	28653	45116
ООО «Бобровский хлебозавод»	Производство хлебобул.изд., тн	6056	6281	6505	6056	6954	7851	6056	8075	10094
Выручка, тыс.руб.		1885619	2053828	2202332	2320284	3003234	3661950	2939653	4846405	6323230
Прибыль (ЕБИТДА), тыс.руб.		237512	268890	297589	276348	415027	550396	316095	679563	996270
Уровень рентабельности продаж (ЕБИТДА/Выручка), %		12,60	13,09	13,51	11,91	13,82	15,03	10,75	14,02	15,76
Уровень рентабельности производства (ЕБИТДА/Затраты), %		14,41	15,06	15,62	13,52	16,04	17,69	12,05	16,31	18,70
Потребность в финансовых ресурсах, тыс.руб.		1925744	2087137	2228297	2392575	3031919	3646406	3065977	4874661	6229020

Эффективность различных сценариев в работе оценивалась с помощью показателя уровня рентабельности производства. Так, наилучшим является оптимистический сценарий, который дает прирост уровня рентабельности производства к 2020 г. на 3,08 процентных пункта по сравнению с 2012 г. (рис. 2). По инерционному сценарию уровень рентабельности производства остается примерно на одном уровне – 15,82%. Фактический сценарий показывает отрицательную динамику, уровень рентабельности производства сокращается.

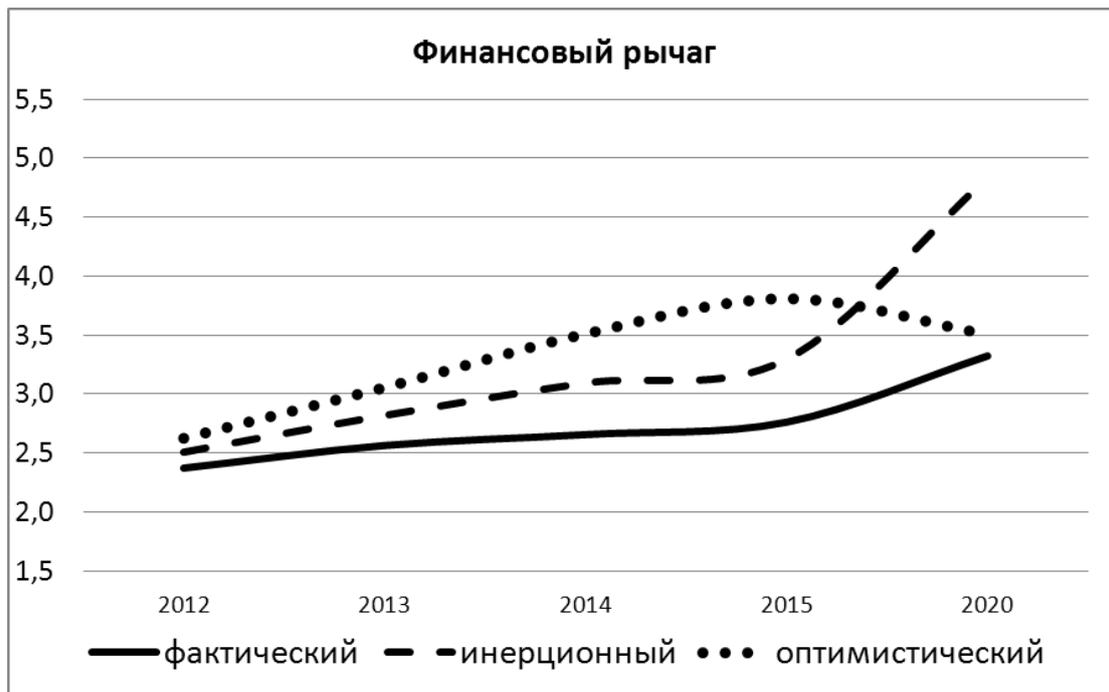


**Рисунок 2 - Прогноз уровня рентабельности производства, %**

В диссертационном исследовании рассматривались три варианта финансирования предстоящего развития холдинга:

- 1) консервативный рост – расширение деятельности происходит за счет собственных финансовых ресурсов, объем привлеченных ресурсов не изменяется;
- 2) умеренный рост – расширение деятельности происходит как за счет собственных, так и за счет привлеченных средств. Для прогнозирования прироста собственного капитала использовался темп устойчивого роста, т.е. темп прироста собственного капитала равен темпу прироста выручки;
- 3) агрессивный рост – расширение деятельности происходит за счет привлеченных средств при использовании постоянного объема собственных ресурсов.

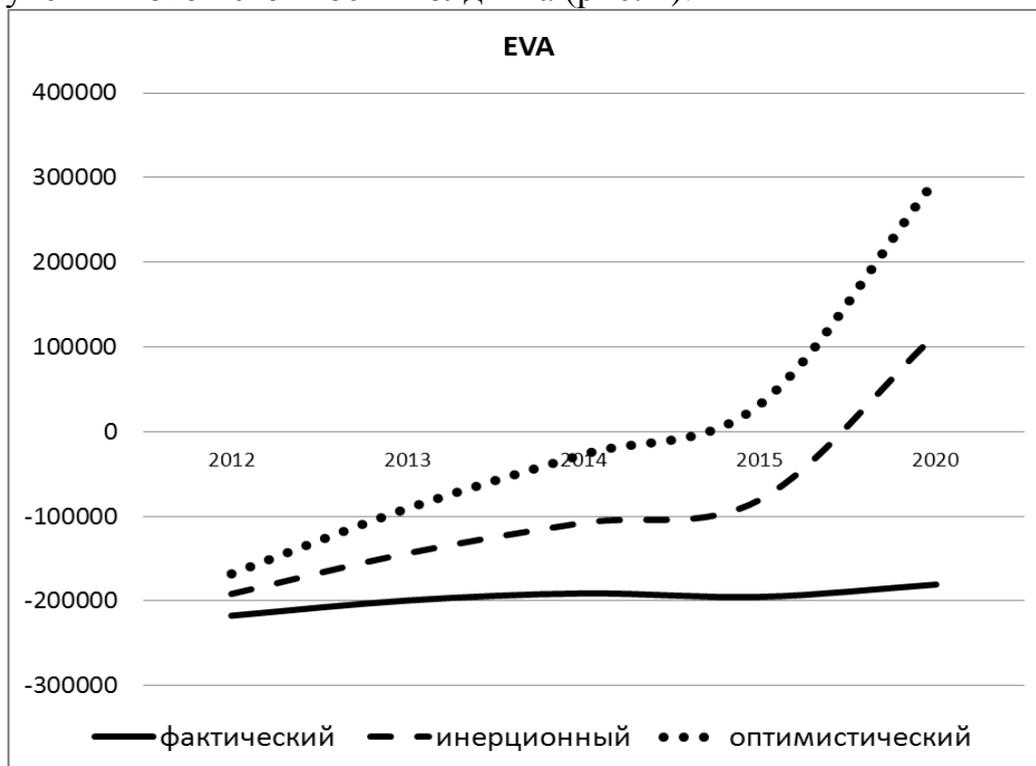
Наиболее предпочтительным вариантом был признан агрессивный тип финансирования роста, который позволит добиться положительного значения экономической добавленной стоимости, но при этом повышаются финансовые угрозы, связанные с высокой долей привлеченных ресурсов. Поэтому автор считает целесообразным при достижении положительного значения экономической добавленной стоимости начинать переход к умеренному росту, укреплению финансовой устойчивости (рис. 3).



**Рисунок 3 - Показатель финансового рычага**

Полученные результаты позволяют добиться наилучшего использования финансовых ресурсов интегрированного формирования в рамках цели роста рыночной стоимости холдинга и укрепления его финансовой устойчивости.

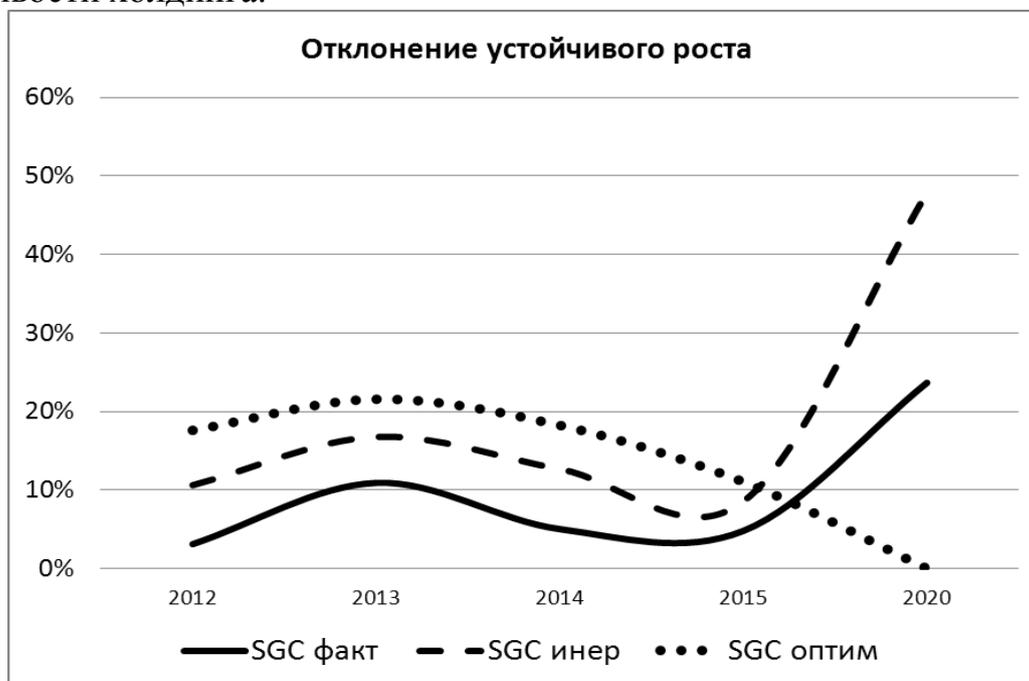
С помощью динамики экономической добавленной стоимости по прогнозным сценариям определено, достаточны ли предложенные темпы роста для получения новой стоимости холдинга (рис. 4).



**Рисунок 4 - Экономическая добавленная стоимость (EVA), тыс.руб.**

Так, по фактическому сценарию в прогнозный период экономическая добавленная стоимость будет оставаться отрицательной, что является

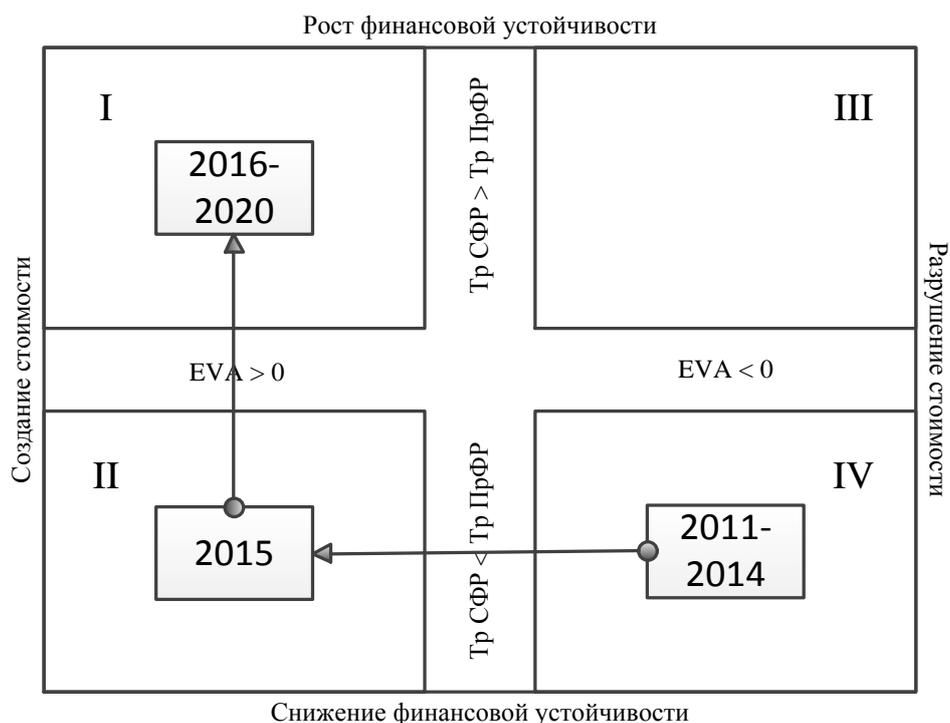
неудовлетворительным. По инерционному сценарию в 2016-2020 гг. значение EVA примет положительное значение. Наиболее приемлемым является оптимистический сценарий развития, уже к 2015 г. рыночная стоимость холдинга «Белстар-Агро» начнет расти. По нему показатель отклонения устойчивого роста к 2020 г. снижается до нулевого значения (рис. 5). Таким образом, оптимистический сценарий развития отвечает требованиям сбалансированного роста, который способствует укреплению финансовой устойчивости холдинга.



**Рисунок 5 - Отклонение устойчивого роста, %**

С целью совершенствования управления финансовыми ресурсами предприятия в работе предлагается матрица стратегии управления финансовыми ресурсами, в которой определяются, с одной стороны, тенденции создания или разрушения рыночной стоимости предприятия – на основе показателя экономической добавленной стоимости EVA, а с другой, – происходит рост или снижение финансовой устойчивости предприятия. Для этого сравниваются темпы роста собственных финансовых ресурсов предприятия (Тр СФР) и темпы роста привлеченных финансовых ресурсов (Тр ПрФР). Использование матрицы позволяет корректировать стратегию управления финансовыми ресурсами для достижения роста рыночной стоимости и финансовой устойчивости интегрированной структуры.

На рис. 6 показано положение исследуемого холдинга на предлагаемой матрице по оптимистическому сценарию. Он является наиболее благополучным, поскольку наблюдается постепенное перемещение холдинга «Белстар-Агро» на матрице из квадрата IV, характеризующего его кризисное положение, в квадрат I, с наилучшим состоянием формирования и использования финансовых ресурсов, при котором значение EVA положительно, а доля собственных ресурсов повышается. Выбранная стратегия позволяет достичь создания новой ценности, укрепления финансовой устойчивости и независимости.



**Рисунок 6 - Положение холдинга «Белстар-Агро» на матрице стратегии управления финансовыми ресурсами по оптимистическому сценарию**

Рассчитанные на сценарной основе оптимальные параметры финансовых ресурсов холдинга «Белстар-Агро» позволят наиболее эффективно использовать производственные возможности предприятий в изменяющихся рыночных условиях, а корректировка стратегии управления финансовыми ресурсами по оптимистическому сценарию обеспечит рост рыночной стоимости холдинга и его финансовой устойчивости в плановом периоде.

### **Работы, в которых опубликованы основные результаты диссертационного исследования**

#### **I. Публикации в ведущих рецензируемых научных журналах и изданиях, определенных ВАК Министерства образования и науки РФ**

1. Агибалов А.В. Оптимизация финансовых ресурсов предприятий аграрной сферы на основе модели устойчивого роста / А.В. Агибалов, А.А. Орехов // «ФЭС: Финансы. Экономика. Стратегия». – 2012. – № 5. – С. 45-49 (0,5 п.л., собств. 0,25).

#### **II. Статьи в сборниках и других научных изданиях**

2. Орехов А.А. Проблемы оценки темпа устойчивого роста предприятия / А.А. Орехов // Инновационные технологии и технические средства для АПК: Материалы межрегиональной научно-практической конференции молодых ученых. - Ч. I. – Воронеж: ФГОУ ВПО ВГАУ, 2009. – С. 266-274 (0,5 п.л.).

3. Агибалов А.В. Использование модели устойчивого роста для обоснования финансовой стратегии и политики предприятия / А.В. Агибалов, А.А. Орехов // Материалы IV международной научно-практической конференции. – Воронеж: ВИГПС, 2009. – С. 145-150. (0,38 п.л., собств. 0,19).

4. Орехов А.А. К вопросу об оптимизации структуры финансовых ресурсов / А.А. Орехов // Финансовый вестник ВГАУ. – 2009. – № 2 (20). – С. 29-31 (0,25 п.л.).

5. Агибалов А.В. Использование модели устойчивого роста для обоснования финансовой стратегии и политики предприятия / А.В. Агибалов, А.А. Орехов // Финансовый вестник ВГАУ. – 2009. – № 2 (20). – С. 50-55. (0,63 п.л., собств. 0,32)

6. Агибалов А.В. Оптимизация финансовых ресурсов предприятия / А.В. Агибалов, А.А. Орехов // Моделирование и информационное обеспечение экономических процессов в АПК: сборник научных трудов. – Воронеж: ФГОУ ВПО ВГАУ, 2011. – С. 70-75 (0,31 п.л., собств. 0,16).

7. Агибалов А.В. Оптимизации финансовых ресурсов интегрированных формирований в рамках концепции максимизации рыночной стоимости организации / А.В. Агибалов, А.А. Орехов // Агропромышленный потенциал региона: состояние, проблемы, решения: сборник научных трудов. – Елец: Елецкий государственный университет им. И.А. Бунина, 2012. – С. 249-255 (0,44 п.л., собств. 0,22).

8. Орехов А.А. Особенности управления финансовыми ресурсами в интегрированных формированиях аграрной сферы / А.А. Орехов // Долгосрочное социально-экономическое развитие России: цель, приоритеты, механизмы, инструментарий: материалы международной научно-практической конференции. – пос. Персиановский, ФГОУ ВПО ДГАУ, 2012. – С. 120-124 (0,25 п.л.).

9. Орехов А.А. Определение экономической добавленной стоимости в условиях закрытости российских организаций / А.А. Орехов // Финансовый вестник ВГАУ. – 2012. – № 1 (25). – С. 36-41. (0,63 п.л.).

10. Орехов А.А. Оптимизация финансовых ресурсов предприятий на основе многокритериального подхода / А.А. Орехов // Финансовая стратегия развития регионального АПК (К 100-летию СГАУ им. Н.И. Вавилова): Материалы научно-практической конференции. – Саратов: ФГБОУ ВПО «Саратовский ГАУ», 2012. – С. 109-113 (0,63 п.л.).

11. Агибалов А.В. Оптимизация финансовых ресурсов предприятий аграрной сферы на основе модели устойчивого роста / А.В. Агибалов, А.А. Орехов // Российская экономическая модель: содержание и структура: сб. материалов Международной научно-практической конф. (16–20 мая 2012 г., г. Геленджик). – Краснодар, 2012. – с.333-340 (0,5 п.л., собств. 0,25).

Подписано в печать 23.01.2013 г. Формат 60x80 1/16. Бумага кн.-журн.  
Усл. п.л. 1,0. Гарнитура Таймс. Тираж 100 экз. Заказ № 7190  
Типография ФГБОУ ВПО Воронежский ГАУ 394087, Воронеж, ул. Мичурина, 1