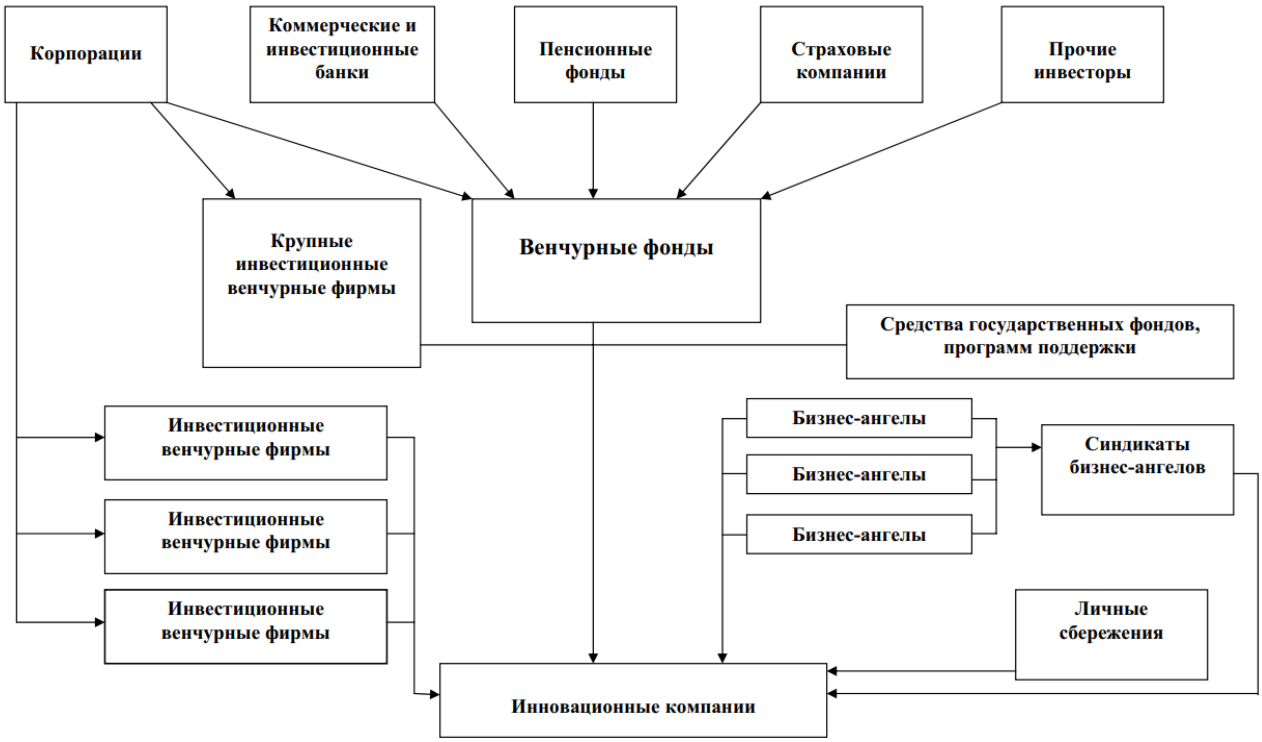
КОСОВ



ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ МОЛОДЫХ ИННОВАЦИОННЫХ КОМПАНИЙ

ТЮРИН

Для обеспечения реализации стратегических целей сформированная система показателей внедряется во все механизмы управления деятельностью предприятия, в том числе механизм формирования источников финансирования, как это показано на рисунке 3. Внедрению системы сбалансированных показателей в деятельность промышленных предприятий способствует разделение субъектов управления на центры ответственности в соответствии с типами решаемых задач: – центры затрат — отделы, службы и должностные лица, отвечающие за формирование себестоимости выполненных работ по производству и ремонту; – центры прибыли — отделы, службы и должностные лица, связанные с реализацией производимой продукции, формированием и использованием финансовых ресурсов и отвечающие за формирование конечного результата деятельности организации; – центры инвестиций — отделы, службы и должностные лица, отвечающие за качество инвестиционного планирования, амортизационную политику, расчет эффективности инвестиций и реализацию инвестиционных проектов

Рисунок 3 — Разработка и внедрение системы сбалансированных показателей в механизм формирования источников финансирования

ИВАНОВ БУШУЕВА

Основным источником финансирования деятельности российских предприятий в настоящее время являются: прибыль, остающаяся в их распоряжении, кредиторская задолженность, банковский кредит и, в меньшей степени, эмиссия акций и облигаций. Объемы привлечения и использования того или иного источника зависят, прежде всего, от его стоимости, доступности, а также от сложившихся взаимоотношений с партнерами по бизнесу. В последние два три года крупные предприятия России все чаще прибегают к при влечению капитала посредством эмиссии облигации и размещению акций на открытом рынке. Однако для большинства предприятий этот источник финансирования еще мало доступен из за высоких расходов, связанных с выпуском и размещением ценных бумаг. В литературе кредиторскую задолженность (задолженность за товары, работы, услуги, задолженность по заработной плате и задолженность по уплате налогов) редко относят к источникам капитала предприятий, так как она является результатом текущих операций, и предприятие, как правило, не выплачивает по ней проценты, кроме тех случаев, когда несвоевременные расчеты приводят к штрафным санкциям и затраты по использованию этого источника становятся явными. Приведенные выше данные свидетельствуют о том, что, несмотря на определенный рост финансирования за счет заемных источников, предприятия продолжают использовать преимущественно собственные средства, причем их доля в балансах предприятий увеличивается. Почему данная ситуация сохраняется в течение ряда лет, несмотря на снижение процентных ставок, экономический рост, стабильную политическую ситуацию? Принято считать, что предприятиям выгодно привлекать платные заемные средства по двум основным причинам: ♦ во первых, потому что заемный капитал дешевле собственного; ♦ во вторых, потому что привлечение платных заемных средств уменьшает налогооблагаемую прибыль на величину уплачиваемых процентов с учетом ставки рефинансирования (эффект финансового рычага, налоговый щит), что уменьшает налог на прибыль. Рассмотрим подробнее, выполняются ли эти теоретические положения в России и

какие факторы влияют на механизмы заимствования. Теоретически заемный капитал всегда дешевле собственного. Данное утверждение обосновывается тем, что риск кредитора ниже риска собственника, акционера. Кредитор и собственник вкладывают деньги в одно и то же предприятие, имеющее определенный уровень рисков, связанных с производством и продажей продукции (услуг). При этом кредитор получает фиксированный процент и защищен от потерь основной суммы различными способами (залог, поручительство), а собственник (акционер) принимает риск полностью, его доход не гарантирован и вложенный капитал при неблагоприятной ситуации может быть потерян. Поэтому стоимость привлечения кредита должна быть ниже стоимости привлечения акционерного капитала. Низкую долю банковских кредитов в России иногда объясняют тем, что на протяжении уже многих лет процентная ставка за кредит чрезмерно высока для предприятий реального сектора. Если отдача от вложенных средств меньше, чем плата за привлечение средств, то пользоваться таким источником средств нецелесообразно, так как стоимость предприятия будет уменьшаться. Возникает вопрос – каким показателем измерить отдачу от вложенных средств? Для краткосрочного периода это может быть рентабельность продукции, так как проценты за кредит и основная сумма долга будут возвращаться из текущих поступлений. Для средне и долгосрочного периода корректнее будет сравнение с рентабельностью активов или рентабельностью собственного капитала. В долгосрочной перспективе для оценки привлекательности заимствования стоимость заемных средств целесообразно сравнивать со стоимостью собственного капитала. В качестве показателя стоимости собственного капитала можно использовать показатель курсовой доходности обыкновенных акций. Уровень курсовой доходности определяется рынком при условии, что широкому кругу лиц доступна информация о деятельности компании, инвесторы определяют ее уровень рисков и соответствующую этим рискам доходность. Рыночные силы в конечном итоге формируют именно такую, справедливую, доходность по акциям компании. В России этот механизм по отношению к большинству предприятий пока не действует, поэтому в качестве показателя стоимости собственного капитала (Re) с долей условности можно принять рентабельность собст венного капитала2 : Re = r/de , где r – рентабельность активов, de – доля собственного капитала в структуре пассивов. Данный показатель не является требуемой доходностью, он отражает существующую отдачу на вложения собственников активов, но для оценки привлекательности займов использовать его можно.

Стоимость заемного капитала (Rb) определяется с учетом эффекта финансового левериджа: Rb = i (1–τ), где i — ставка банковского процента, τ —ставка налога на прибыль. Рассмотрим фактические значения перечисленных выше показателей для предприятий различных отраслей. По информации Федеральной службы государственной статистики (ФСГС) можно сделать вывод, что в большинстве отраслей рентабельность продукции и активов меньше, чем ставки по кредитам (табл. 4). Рентабельность продукции, достаточная для привлечения банковского кредита, по информации ФСГС, в 2004 г. была лишь в промышленности (топливной, черной и цветной металлургии) и в связи. Даже торговля, наиболее активно кредитуемая отрасль экономики, не имеет рентабельности, приемлемой для привлечения банковских кредитов. Достаточно высокой рентабельности активов нет ни в одной отрасли. Наиболее вероятно, что пред приятия не раскрывают информацию о реальном положении дел. Можно предположить, что реальная доходность собственников достаточна для получения кредитов, но она не отражена в официальной статистике, так как бизнес стремится уменьшить налогообложение. Несколько иная картина получится, если рассчитать рентабельность собственного капитала и стоимость привлечения кредита с учетом налоговой экономии (табл. 5). Расчеты сделаны по данным мониторинга предприятий, проводимого Банком России. Поскольку в мониторинге участвуют преимущественно предприятия ссудозаемщики (хотя по Положению о мониторинге это не обязательно, но можно предположить, что предприятия с плохим финансовым состоянием в этом добровольном мероприятии участвовать отказываются), их рентабельность активов немного лучше, чем в

целом по стране, хотя и не во всех отраслях. Стоимость привлечения банковского кредита с учетом налоговой экономии рассчитана по формуле (2) для ставки налога 24%, рентабельность собственного капитала – по формуле (1). Курсивом в табл. 5 показано, каким отраслям доступен кредит, исходя из сравнения доходности собственников и стоимости привлечения кредита. Лишь в электроэнергетике, легкой промышленности и общественном питании рентабельность критически низкая. Таким образом, по данным мониторинга, в основном для предприятий ссудозаемщиков заемный капитал дешевле собственного. Тем не менее в среднем для всех предприятий заемный капитал дороже собственного. То есть собственники предприятий по сравнению с кредиторами вынуждены мириться с большими рисками потери капитала при доходности меньшей, чем плата за кредит. В условиях эффективного рынка капитала (бесплатность и равнодоступность информации, отсутствие трансакционных расходов, рациональность поведения инвесторов и др.) владельцы капитала могут свободно перемещать его в соответствии со своими рисковыми предпочтениями. В этих условиях капитал переместился бы в кредитную сферу, предложение капитала увеличилось, что привело бы доходность в соответствие с риском. Такой процесс в России не происходит, и на наш взгляд, по следующим причинам: – высокие барьеры входа на легальный рынок кредитования (требования к величине уставного капитала для вновь открывающихся кредитных организаций в размере 5 млн евро); – высокие издержки кредитования, вызванные общесистемными рисками кредитной деятельности и снижающие ее рентабельность; – мотивационные проблемы, связанные со стремлением собственников к рискованным операциям, повышающим их благосостояние за счет кредиторов, что вынуждает кредиторов уменьшать объем предоставляемых ими средств3 . С развитием рыночных отношений и снижением общего уровня рисков в экономике ситуация должна измениться, причем ведущими факторами изменений будут повышение прозрачности предприятий и уменьшение остроты конфликта «собственник — кредитор». Выгодность финансирования за счет платных заемных источников связана с эффектом финансового рычага. Использование кредита создает «налоговый щит» — проценты за кредит с учетом ставки рефинансирования включаются в затраты, уменьшающие налогооблагаемую прибыль. Для получения банковского кредита предприятию необходимо убедить банк в своей кредитоспособности. Для этого нужно демонстрировать в финансовой отчетности активы, высокую стабильную выручку и прибыль, раскрывать информацию о реальном положении дел. Большинство предприятий малого бизнеса России, индивидуальные предприниматели используют упрощенные схемы налогообложения, налог на вмененный доход и др. При этом предприятия становятся финансово непрозрачными, что затрудняет доступ к банковским кредитам. Но невозможно быть информационно прозрачными для банков и непрозрачными для налоговой инспекции. Раскрыв информацию о себе, предприятие должно будет заплатить налоги в полном объеме. То есть, принимая решение воспользоваться банковским кредитом, предприятия несут высокие издержки на получение кредита, связанные с необходимостью «выйти из тени».

Стоимость привлечения банковского кредита для финансирования деятельности предприятий нефинансового сектора приемлема в большинстве отраслей, если процентные ставки по кредитам сравнивать с рентабельностью собственного капитала. Тем не менее доля банковских кредитов в структуре источников финансирования остается низкой. Одна из возможных причин такого положения – поведение предприятий, уменьшающее налогообложение путем снижения их финансовой прозрачности. Отсутствие достоверной информации о предприятии затрудняет им доступ к банковскому кредиту. Предприятиям экономически целесообразно «выходить из тени» при низких (по сравнению с рентабельностью активов) ставках по кредиту и при высоком уровне долга, а не при любых «приемлемых» ставках. Если коммерческие банки найдут способ оценивать непрозрачный для официальных учреждений малый и средний бизнес индивидуальных предпринимателей, то они смогут значительно расширить круг заемщиков, так как чем ниже уровень налогообложения, тем слабее (с позиций оптимизации налогообложения) требования к

уровню процентных ставок и к доле долга в капитале.

САФАРЯН

Как показывают многочисленные исследования, в среднем одно из пяти предприятий, относящихся к среднему и малому бизнесу, считает трудности с финансированием серьезным препятствием для потенциального роста. Обеспечение конкурентной финансовой среды для малых предприятий – это одно из ключевых условий для растущей и сильной экономики. По мере роста конкуренции на рынках товаров и услуг малым предприятиям приходится постоянно искать новые методы для сохранения доли рынка и увеличения объема продаж. Улучшение качества товаров и услуг, гибкая ценовая политика, система скидок, организация бесплатной доставки, бонусы и т. п. – это лишь некоторые из методов, к которым вынуждены прибегать предприятия в стремлении найти и удержать покупателя. К этому перечню также можно добавить предоставление отсрочек платежа за продаваемый товар и оказываемые услуги. Малые предприятия функционируют в условиях свободной конкуренции и больших сложностей в сбыте продукции, поэтому они широко используют при реализации товаров формы последующей оплаты. Но данный порядок расчетов с покупателями имеет свои побочные негативные последствия для малого бизнеса. В условиях ограниченности финансовых ресурсов, предлагая отсрочки и становясь кредитором для покупателя, предприятие сталкивается с проблемой дебиторской задолженности, что проявляется в нехватке оборотных средств и кассовых разрывах. Кроме того, возникает вероятность неоплаты поставок в срок, что ведет к дополнительным издержкам и увеличению коммерческих рисков. В настоящее время в структуре оборотных средств российских предприятий около 1/3 приходится на дебиторскую задолженность. Столь высокая иммобилизация ресурсов малых предприятий в дебиторской задолженности существенно повышает их текущие финансовые потребности. В этой связи большое значение для повышения эффективности производственной деятельности предприятий имеет уровень организации управления дебиторской задолженностью, который предполагает следующую последовательность действий. 1. Согласование условий предоставления товарного кредита при продаже товаров: его срока и системы скидок. 2. Определение гарантий, под которые предоставляется товарный кредит. 3. Установление надежности покупателя или вероятности оплаты полученных им от продавца товаров. При этом широко используются публикуемые рейтинги различных агентств, анализ опубликованной финансовой отчетности потенциального покупателя, собственные методики конструирования индексов риска и т. п. 4. Определение объема товарного кредита, предоставляемого конкретному покупателю. В данном случае, как правило, делаются расчеты, основанные на вероятности оплаты покупателем товара, возможности повторения сделки, стоимости выгод и убытков, получаемых от оплаты (неоплаты) товаров (услуг, работ). 5. Выработка политики получения дебиторской задолженности. Действенным инструментом пополнения оборотных средств предприятий является финансирование под уступку требования (факторинг), которое отличается от традиционных банковских продуктов. В соответствии со ст. 824 Гражданского кодекса Российской Федерации договор факторинга – это договор финансирования под уступку денежного требования, по которому: • одна сторона (финансовый агент) передает или обязуется передать другой стороне (клиенту) денежные средства в счет денежного требования, предъявляемого клиентом (кредитором) третьему лицу (должнику) и вытекающего из предоставления клиентом товаров, выполнения работ или оказания услуг третьему лицу; • другая сторона (клиент) уступает или обязуется уступить финансовому агенту это денежное требование. С одной стороны, поставщик имеет возможность отгружать продукцию покупателю на условиях отсроченного платежа (а сегодня, когда ценовые методы конкуренции исчерпали себя на многих рынках, отсрочка платежа часто является для поставщика единственным способом получить конкурентное преимущество). С другой – поставщик получает значительную часть от суммы поставки сразу после отгрузки товара или по удобному для него графику и, следовательно, может пополнить свой оборотный капитал.

После заключения договора банк перечисляет продавцу большую часть задолженности (от 70 до 90% суммы уступаемого требования), а остаток средств за минусом комиссии – после погашения долга. Размер дебиторской задолженности является показателем емкости рынка факторинга в России. Однако данный показатель требует определенной корректировки, в связи с тем, что не вся дебиторская задолженность может быть переуступлена посредством факторинга. Должна быть исключена просроченная дебиторская задолженность и дебиторская задолженность убыточных предприятий, так как факторинг – это инструмент защиты от появления «плохих» долгов, а не инструмент их возврата. Более того, необходимо исключать долгосрочную дебиторскую задолженность, так как факторинг – это инструмент краткосрочного финансирования оборотного капитала. Кроме того, исключения требует дебиторская задолженность тех отраслей, где факторинг не может быть применен из-за специфических особенностей отраслей. Следует также учесть, что на практике далеко не каждый поставщик может рассчитывать на факторинговое финансирование. Имеют значение возраст компании, стабильность бизнеса и, главное, перспективы его развития. Перед заключением договора факторинга финансовый агент оценивает объемы поставок и количество дебиторов, чью задолженность организация хочет передать на обслуживание. В договоре факторинга, заключаемом финансовым агентом с поставщиком, определяются основные условия финансирования под уступку дебиторской задолженности (виды комиссий и их размер, условия предоставления финансирования). Как правило, договор факторинга заключается один раз и автоматически продлевается каждый год. Основа факторинга – длящиеся отношения по финансированию поставщика финансовым агентом, т. е. регулярное финансирование по мере возникновения дебиторской задолженности. Поставщик получает возможность планировать свои финансовые потоки независимо от платежной дисциплины покупателей, так как уверен в поступлении средств из банка. Обеспечивая предприятие реальными денежными средствами, факторинг позволяет сосредоточиться на основной производственной деятельности, способствует ускорению капиталооборота, повышению доли производительного капитала и, соответственно, увеличению доходности. По договору факторинга уступить можно как уже существующее, так и будущее право требования. Последнее означает, что товар будет отгружен покупателю в будущем и право требования уплаты долга возникает у банка в момент отгрузки. Существуют две разновидности договора факторинга: с регрессом и без регресса. Регресс – это право банка, финансирующего поставщика в рамках факторингового обслуживания, осуществить обратную переуступку денежного требования поставщику по данной поставке и востребовать с него сумму платежа при неоплате поставки соответствующим покупателем по истечении определенного срока. По договору с регрессом банк, по сути дела, просто кредитует организацию, не беря на себя ответственность. В данном договоре имеется пункт, по которому кредитор обязуется возместить банку ущерб в случае, если должник не заплатит денег или переведет их частично. Риск возможных неплатежей при этом на продавце. Таким образом, данный вид договора подходит тем, кто уверен в своих покупателях, но нуждается в оборотных средствах. По договору без регресса в случае неоплаты товара риск потерь полностью ложится на банк. Сумма комиссии по договорам без регресса значительно выше – это плата поставщика за риск финансового агента. Безрегрессивным факторингом поставщики пользуются тогда, когда не уверены в покупателях. Тем не менее предложение безрегрессного факторинга становится все больше – финансовые агенты борются за клиентов. В России на сегодняшний день преобладает доля факторинговых сделок с регрессом, которая составляет 79,6% в общей структуре по видам. На долю факторинга без регресса приходится 20,4%. Факторинг в последние годы становится важным и постоянно растущим источником пополнения оборотного капитала предприятий. В России увеличивается число компаний малого и среднего бизнеса, использующих в своей деятельности факторинг, который становится актуальной и востребованной услугой – все больше компаний внедряют механизм факторинга в расчеты со своими контрагентами, поскольку этот инструмент позволяет значительно увеличить обороты компании без

существенных изменений сложившихся бизнес-процессов. По всему миру факторинг играет очень важную роль, как источник дополнительного финансирования для крупных корпораций и предприятий среднего и малого бизнеса.

Факторинг необходим малым предприятиям, которые находятся на этапе интенсивного развития, наращивают объемы продаж, осваивают новый рынок. Однако большинство возможных инвесторов отпугивает недостаточная информированность о специфике факторинга, отсутствие необходимой методологической базы и специализированного программного обеспечения, что является причиной низкого роста факторинга в России. Как правило, внутренние ресурсы предприятий не в состоянии обеспечить растущие потребности производства в оборотных средствах. Это в первую очередь относится к вновь создаваемым предприятиям. Факторинг прежде всего интересен тем малым предприятиям, которые имеют реальный рыночный потенциал – возможности для роста продаж, но при этом им не хватает оборотных средств. Для малого бизнеса факторинг становится не просто финансовым продуктом, а реальной стратегией роста и выживания в современных экономических условиях. И даже когда клиент, окрепший на факторинге, получает доступ к коммерческому кредитованию, он понимает, что кредит не способен решить задачи бизнеса так, как это делает факторинг. Это связано и со сроками финансирования в рамках кредитования, и с необходимостью предоставления значимого обеспечения (залогов), и с самим кредитным подходом, основанным на прошлой статистике и анализе финансового состояния заемщика, а не на планах развития бизнеса. Все это создает предпосылки для развития факторинга именно в сегменте малого предпринимательства.

ЮДИНА

Актуальность исследования проблемы финансирования заключается в нестабильности развития российской экономики, появлении новых возможностей наращивания финансового потенциала воспроизводственного процесса и одновременном отсутствии высокой доступности и надежности источников финансирования. Собственники и менеджеры компании должны учитывать, что компания может быть профинансирована исключительно из таких источников и на таких условиях, которые представлены на финансовом рынке [2]. Несмотря на большое количество трудов, посвященных данной проблематике, недостаточно разработанной остается проблема поиска и выбора доступных и надежных финансовых ресурсов компании на различных стадиях ее развития, которые являются основополагающими факторами при выборе источников финансирования. Доступность источников финансирования включает комплекс требований, предъявляемых субъектами внешней среды к заемщику, а также внутреннюю систему условий, предъявляемых к источнику финансирования. Доступность как первичный критерий выбора рационального источника финансирования компании является комплексным понятием, включающим в себя оценку множества количественных и качественных показателей, которые выявляют реальную возможность использования определенного источника финансирования (см. табл. 1). Использование всех видов заемных средств предполагает не только их поступление, но и выплату процентов, возвращение основной суммы долга, возникновение трансакционных издержек, связанных с привлечением заемных источников. Следовательно, при оценке количественных показателей доступности целесообразно учитывать общую сумму средств, которую необходимо выплатить за привлечение определенного объема финансовых ресурсов, выраженную в процентах к этому объему, то есть стоимость источника финансирования или цену капитала. Зная фактическую цену каждого источника, во-первых, менеджмент компании может выбрать финансовые ресурсы с наименьшими издержками их привлечения; во-вторых, цена является необходимым элементом принятия финансовых решений (так как средневзвешенная цена капитала компании не должна превышать требуемую ставку доходности). К качественным показателям доступности источника финансирования относят

наличие требований по целевому использованию средств, нормативно-правовых барьеров и другие факторы, увеличивающие трансакционные издержки привлечения определенного источника финансирования.

Доступность источников финансирования не одинакова как для компаний, находящихся на разных стадиях жизненного цикла, так и для компаний различных сфер деятельности. Соответствующие стадии жизненного цикла компании отражаются на уровне финансовой устойчивости фирмы и на ожиданиях контрагентов на рынке [3, с. 60]. Так, на начальных стадиях развития бизнеса существует ограниченный выбор источников финансирования и недостаточная их доступность, в то время как на стадиях юности, расцвета и стабильности доступность источников финансирования возрастает. Таким образом, каждая компания в зависимости от специфики своей деятельности и стадии жизненного цикла индивидуально подходит к оценке предложенных показателей доступности финансовых ресурсов. Финансирование с помощью заемных источников предполагает соблюдение ряда условий, обеспечивающих финансовую надежность компании [4, с. 70], что является вторичным критерием отбора источников ее финансирования. Надежность связана с качественным и количественным анализом каналов финансирования, которые представляют собой совокупность финансово-экономических субъектов, имеющих право и возможность обеспечить процесс финансирования. Анализ каналов финансирования включает: оценку надежности финансово-экономических субъектов, то есть возможность предоставить финансовые ресурсы компании в необходимых ей объемах, в определенное время, на определенный срок, на приемлемых условиях; оценку технологии финансирования как совокупности организационных мер, операций, процедур, направленных на оказание финансовых услуг, информационных технологий и технических средств, которые обеспечивают получение финансовых ресурсов. Цель использования канала финансирования – обеспечение потока финансовых ресурсов с заданными характеристиками между инвесторами и получателями финансовых ресурсов. Среди наиболее важных характеристик канала финансирования выделяют: структуру участников канала (инвесторы и получатели финансовых ресурсов; посредники); ширину (количество участников процесса финансирования) и длину (время получения источника финансирования) канала финансирования [1, с. 263]. Надежность канала финансирования проявляется в его способности выполнять взятые инвестором обязательства, а также в скорости реагирования на изменение объемов финансирования, необходимых компании при изменении ее инвестиционных и финансовых возможностей. К показателям надежности источников финансирования компании можно отнести возможность получения финансовых ресурсов от субъекта финансирования, которая включает условия сотрудничества, барьеры входа и выхода из канала (конкуренция, конфиденциальная информация, доступная участникам канала, временные барьеры), репутацию участников канала, имеющиеся и/или потенциальные отношения между участниками канала и другие факторы; а также требуемый объем получаемых финансовых ресурсов. Для выявления доступного и надежного источника финансирования с целью удовлетворения потребностей компании в привлечении финансовых ресурсов предлагаем использовать

Показатели доступности источников финансирования
Количественные – уровень процентной ставки; – трансакционные издержки привлечения финансовых ресурсов; – срок привлечения ресурсов; – объемы привлекаемых ресурсов –

Качественные наличие/отсутствие требований по целевому использованию средств; – нормативно-правовые требования к заемщику; – время принятия финансовых решений со стороны инвесторов; – наличие залогов и/или поручительства и/или гарантий и других дополнительных требований

ДОРОШЕНКО

Активизация инвестиционных процессов в российской экономике, происходящая в последние годы, требует постоянного поиска источников финансирования инвестиций. Закономерно, что в современных монографиях и периодических изданиях проблема определения адекватного источника финансирования инвестиционных процессов находится в центре внимания исследователей. Существует весьма обширная экономическая литература, раскрывающая содержание финансирования инвестиционной деятельности предприятий и характеризующая источники этого финансирования [1, 4, 5]. При этом различные аспекты финансирования инвестиций рассматриваются чаще всего применительно к вертикально и горизонтально интегрированным корпоративным структурам, а также крупным и средним предприятиям. В гораздо меньшей степени затрагиваются вопросы финансирования инвестиционных процессов на предприятиях малого бизнеса. Для понимания особенностей финансирования инвестиций в малых предприятиях уточним их сущность. Понятие «малое предприятие» определяется в зарубежных и отечественных литературных источниках, как правило, одинаково. Согласно новому экономическому словарю малое предприятие – это предприятие со средней численностью работающих не превышающей критерий предельной численности в промышленности, в строительстве, на транспорте, в сельском хозяйстве и других отраслях производственной сферы [7, с. 642]. Отметим, что в данном определении акцент сделан на верхнем пределе численности персонала, не превышающей установленной законодательством величины. Фиксируя существенные стороны деятельности малого предприятия данное определение, однако, не в 4 полной мере характеризует субъект малого бизнеса, хотя и содержит в себе подходы, распространенные за рубежом. Действительно, во многих зарубежных странах с экономиками рыночного типа основным критерием выделения малого предприятия является численность работающих. В частности, в европейских странах существует следующая классификация: микропредприятия – число работающих не более 9 человек, малые предприятия – число работающих от 10 до 49 человек, средние – от 50 до 249 человек. Для всех категорий предприятий товарооборот должен быть менее 40 млн евро, либо баланс – менее 27 млн евро [6, с. 201]. По классификации ОЭСР предприятия с численностью до 19 человек классифицируются как весьма малые, 20–99 человек как малые, 100–499 человек как средние и свыше 500 человек как крупные. В нашей стране, в соответствии с Федеральным законом «О государственной поддержке малого предпринимательства в Российской Федерации» от 14 июня 1995 г. № 88-ФЗ, помимо ограничений по численности работающих для идентификации предприятия как малого необходимо соответствовать ограничениям по предельной величине участия государственной и общественной собственности в капитале, а также по степени участия в малом предприятии хозяйствующего субъекта ему не принадлежащего. Таким образом, помимо максимальной допустимой величины численности персонала важнейшими признаками предприятия малого бизнеса выступают – предельная величина капитала, определенная структура капитала, предельная величина активов, максимально допустимая величина выручки от реализации продукции и прибыли. С точки зрения анализа источников финансирования инвестиционных процессов в малом предприятии наиболее актуальны признаки – уставный капитал, он оплачивается начинающим предпринимателем в определенном, возможном для него объеме, и активы, совокупная величина которых ограничена и зависит, при прочих равных условиях от уставного капитала при заданном финансовом рычаге. Определенные активы генерируют, при прочих равных условиях, определенную выручку, которая при заданных расходах ведет к определенной прибыли. Таким образом, главным признаком предприятия малого бизнеса можно считать величину его капитала, все остальные признаки – это функции капитала. Следует отметить, что в связи с изначально ограниченной величиной капитала малого предприятия, по определению являю5 щегося источником финансирования инвестиционных процессов, субъект малого бизнеса неизбежно сталкивается с невозможностью долгосрочных заимствований у различных категорий кредиторов. В этой связи многие авторы отмечают, что в современных условиях российские финансовые институты успешно осуществляют

кредитование малого бизнеса, однако это касается только небольших по размеру кредитов [2, с. 37]. Следовательно, даже при наличии перспективных инвестиционных проектов, имеющихся у предприятий малого бизнеса, они не способны их реализовать из за недостатка адекватного источника финансирования долгосрочного характера, который, по определению, не может быть создан на основе классических схем финансирования. Кредитная организация не предоставит малому предприятию инвестиционный кредит, причем не потому, что объект кредитования не обоснован, а потому, что будущая структура капитала предприятия малого бизнеса, как соотношение между собственным и заемным капиталом, буде неудовлетворительной. Таким образом, с точки зрения формирования источника финансирования инвестиционных процессов в малом предприятии существует объективно заданное противоречие между потребностью в реализации этих процессов и невозможностью их финансирования. Для преодоления указанного противоречия зарубежная практика выработала различные модели финансово-кредитной поддержки малого предпринимательства. Одна из них, американская, предполагает как прямую его поддержку со стороны государства, так и частное финансирование, причем упор делается на долгосрочные кредиты, как источник финансирования инвестиционных процессов [3, с. 58]. Со стороны государства действуют Администрация малого бизнеса и Министерство торговли США, частное финансирование организуют финансово-кредитные учреждения и крупные предприятия, роль государства состоит, в первую очередь в предоставлении финансовых гарантий. В рассмотренной модели просматривается, с одной стороны, участие государственных органов, организующих поддержку финансированию инвестиционных процессов на предприятиях малого бизнеса, с другой стороны – роль финансовых институтов, предоставляющих непосредственное финансирование под указанные гарантии. Другая модель создания и поддержки новых высокотехнологичных малых предприятий и их инвестиционных проектов – венчурное инвестирование, выступающее в основном в следующих формах – краудфандинг, синдицированное финансирование 6 и мезанинное финансирование. Так, в случае мезанинного финансирования создаются специализированные инвестиционные фонды, из которых и реализуется инвестирование проектов в форме партиальных (траншевых) фондовых кредитов. Последние являются особой формой так называемого мезанинного капитала, при которой риск кредитора покрывается ликвидностью используемого технологического оборудования и машин, а также недвижимостью проекта или его ценными бумагами. При такой форме кредитования не начисляются проценты по кредиту и не возвращается сам кредит, а вместо этого кредитор оформляет своё «тихое участие» в виде 49 процентов чистой (после всех отчислений и налогов) прибыли реализованного и сданного в эксплуатацию проекта на период до 20 лет, согласуемое в кредитном договоре между сторонами. Преимуществом партиальных кредитов является то, что кредитор сопровождает эффективную, без долговых обязательств организацию, которая за счет такой схемы инвестирования и развития имеет ликвидный баланс и высокий фирменный рейтинг. Кроме того, малое предприятие не платит процентов по кредиту и не возвращает сам кредит, а вместо этого кредитор участвует в чистой прибыли от проекта. При этом «тихое участие» кредитора в прибыли означает отсутствие кредитора в управляющих органах предприятия малого бизнеса без права голоса в принятии его организационных решений. Также, в данной схеме финансирования не требуется банковских гарантий от заемщика по предоставляемому кредитором финансированию, которое отражается в балансе инвестируемого малого предприятия не как заемные, а как собственные его средства. Субъект малого предпринимательства участвует в организации финансирования своего инвестиционного процесса минимально-возможным собственным капиталом. Анализ традиционных и нетрадиционных источников финансирования инвестиционных процессов в малых предприятиях позволяет заключить, что капитал субъекта малого бизнеса, являясь главным его признаком, может обеспечить лишь некоторую часть финансирования инвестиционных процессов, в том числе создавая условия для получения «классических» инвестиционных кредитов. Другая часть финансирования должна быть организована на

основе взаимодействия государственных органов и фондов поддержки, с одной стороны, и финансово-кредитных организаций и крупных предприятий, с другой стороны. Роль финансово-кредитных организаций при этом значительна, поскольку как в традиционных, так 7 и в нетрадиционных схемах финансирования инвестиционных процессов указанные организации находятся в центре движения инвестиционных денежных потоков. При этом возможны различные схемы взаимодействия всех участников инвестиционных процессов, разработка этих схем представляет собой методическое обеспечение обоснования и реализации источников финансирования инвестиционных процессов в малых предприятиях.

СЫСОЕВ

В настоящее время отечественная экономика ощущает значительное влияние кризисных процессов внешнего и внутреннего проявления. В условиях ограниченного доступа к финансовым ресурсам, удорожания и сокращения объема банковских кредитов и других потенциально доступных внешних источников финансирования особую актуальность приобретают вопросы финансового обеспечения организаций и выработки стратегии формирования оптимальной структуры их капитала. Существует множество подходов к определению структуры капитала организации. Классически она трактуется как комбинация ценных бумаг фирмы. Эта дефиниция предполагает, что компания финансирует свою деятельность исключительно за счет эмиссии ценных бумаг и их приобретения внешними инвесторами. С учетом российских реалий более точным определением является «соотношение источников финансирования организации в их общем объеме»1 . На протяжении многих лет ученые-экономисты и практики – финансовые менеджеры не могут прийти к единому мнению о том, какой должна быть оптимальная структура капитала для обеспечения эффективного функционирования организации. В основе теоретических исследований и практики формирования оптимальной структуры капитала лежит теорема Ф. Модильяни и М. Миллера, утверждающая, что в идеальной экономической среде структура капитала не влияет на стоимость организации, которая зависит только от рентабельности ее деятельности и связанных с ней рисками. Иными словами, менеджмент компании может случайным образом выбирать источники финансирования, поскольку этот выбор не влияет на ее стоимость. В качестве исходных условий для доказательства своей теоремы Ф. Модильяни и М. Миллер использовали идеальную экономическую среду, в которой рынки совершенны; отсутствуют налоги и другие издержки бизнеса (транзакционные, агентские, информационные, издержки банкротства); все участники рынка находятся в равных условиях, ведут себя рационально, обладают одной и той же информацией. Выдвинутые в ходе доказательства теоремы ограничения представляются довольно спорными с точки зрения реального экономического пространства, что и обусловило появление впоследствии столь большого количества теорий и моделей управления структурой капитала. В настоящее время в теории структуры капитала существует несколько моделей, наиболее значимыми из которых являются: 1) модели средневзвешенной и предельной стоимости капитала (традиционный подход); 2) модели стационарного соотношения (теория статистического равновесия, компромиссная теория); 3) модели асимметричной информации; 4) модели агентских издержек; 5) модели корпоративного контроля; 6) модели стейкхолдеров; 7) модель конкурентной стратегии; 8) теория опционного ценообразования; 9) поведенческая теория структуры капитала (теория шумовой торговли, синхронистическая теория структуры капитала, теория структуры капитала как информационного каскада). Большинство из существующих в настоящее время теорий и моделей структуры капитала различным образом трактует данное понятие, выделяя критерии ее оптимизации (табл. 1). Все существующие в настоящее время теоретические разработки в области оптимизации структуры капитала имеют довольно ограниченное применение на практике. Особенно остро эта проблема стоит перед российскими организациями, которые не могут использовать названные модели даже с учетом определенных ограничений по ряду причин, среди которых следует отметить следующие: – низкий уровень развития фондового рынка; – отсутствие достоверной

информации о капитализации, доходности вложений в ценные бумаги несписочных компаний и о процентной политике коммерческих банков в зависимости от состояния финансовой устойчивости потенциальных заемщиков; – особенности налогового законодательства в части признания в качестве расходов затрат по обслуживанию заемного капитала; – активное использование российскими организациями кредиторской задолженности как источника финансирования своих оборотных активов и др. В основном российскими учеными ведутся исследования в области оптимизации структуры капитала организаций по критериям: 1) максимизации уровня рентабельности собственного капитала; 2) минимизации средневзвешенной стоимости капитала; 3) минимизации уровня финансовых рисков. Существуют отдельные исследования, предлагающие в качестве критериев оптимизации структуры капитала показатели финансового рычага или чистой прибыли на акцию. Система источников финансирования отечественных организаций является открытой, то есть взаимодействующей с внешней средой. Состояние и динамика источников их финансирования существенно варьируется в зависимости от появления инновационных финансовых инструментов, изменения условий и этапов жизненного цикла организаций. Открытым системам, активно взаимодействующим с внешней средой, свойственно вхождение в состояние неустойчивости, которое, несмотря на возникновение дополнительного финансового риска, выступает драйвером перехода на более высокий уровень развития. Под влиянием целого ряда макроэкономических факторов, таких как глобализация мирового финансового рынка, либерализация национального финансового рынка, уровень развития банковского сектора и национального фондового рынка, в системе источников финансирования периодически возникают трансформационные изменения и преобразования, влекущие за собой ее неустойчивое состояние, следствием которого при отсутствии альтернативных источников является кризис недофинансирования. Решение проблемы оптимизации структуры капитала организаций по критерию риска источников их финансирования предполагает учет, с одной стороны, многообразия параметров всех потенциально доступных источников финансирования, а с другой – макроэкономических факторов.

БАСАЛАЕВ

Предприятие, осуществляющее инвестиции, обычно имеет несколько альтернативных возможностей финансирования, которые не исключают друг друга и могут использоваться одновременно, что часто и происходит на практике. Руководство предприятия должно иметь четкое представление, за счет каких источников ресурсов оно будет осуществлять свою деятельность, и в какие сферы деятельности будет вкладывать свой капитал. Забота об обеспечении бизнеса необходимыми финансовыми ресурсами является ключевым моментом в деятельности любого предприятия. В соответствии с источниками финансирования в основном различают: • инвестиции, осуществленные из собственных финансовых ресурсов и внутрихозяйственных резервов предприятия (инвестора): прибыль, амортизационные отчисления, денежные накопления и сбережения граждан и юридических лиц, средства, выплачиваемые органами страхования в виде возмещения потерь от аварий, стихийных бедствий, и другие; • инвестиции, произведенные из заемных финансовых средств предприятия (инвестора): банковские и бюджетные кредиты, облигационные займы и другие средства; • инвестиции, произведенные из привлеченных финансовых средств предприятия (инвестора): средства, получаемые от продажи акций, паевые и иные взносы членов трудовых коллективов, граждан, юридических лиц. Если инвестиционная деятельность предприятия связана с расширением производства, приобретением нового более производительного оборудования и т.п., которая позволяет резко увеличить оборот, а значит и объем оборотных средств, то далеко не всегда дефицит оборотных средств можно покрыть при помощи кредитов и займов, даже если предприятие не имеет трудностей с получением кредитного финансирования. Устанавливая лимит по кредиту, банк исходит из текущего финансового положения предприятия и его истории, выраженной в имеющихся у него

активах. В то же время будущая потребность предприятия в оборотных средствах может 49 сильно превысить этот лимит. Как быть в этом случае? Все большей популярностью в таких случаях пользуется еще один источник финансирования, который никак не зависит от текущей кредитоспособности предприятия или его прошлых показателей, а именно факторинг или финансирование под уступку денежного требования. Клиентом факторинговой компании (фактора) может стать любое предприятие, осуществляющее регулярные торговые сделки на условиях отсрочки платежа. Таким образом, у предприятия образуется дебиторская задолженность, которую оно переуступает фактору, получая от него денежные средства. Факторинг финансовая комиссионная операция по переуступке дебиторской задолженности факторинговой компании (фактору). Предприятие переуступает факторинговой компании (фактору) возникшую у него дебиторскую задолженность, фактор выплачивает предприятию аванс (до 95% от переуступленной суммы). После того, как дебитор переводит на счет фактора деньги за поставленный товар, фактор выплачивает предприятию остаток задолженности за вычетом процентов 50 за пользование авансом и комиссией за дополнительные услуги. Если дебитор по каким-то причинам отказывается платить, возможны два варианта. Либо кредитные риски, связанные с расчетами с дебиторами, несет клиент – эта схема называется факторинг с регрессом. В этом случае он возвращает фактору авансовый платеж плюс проценты, начисленные за время его использования. Либо все риски фактор принимает на себя – факторинг без регресса, и тогда клиент возвращать ничего не должен. Факторинг обладает рядом преимуществ, которые делают его весьма привлекательным финансовым инструментом для предприятий: 1. Простота получения денег по факторингу (покупка факторинговой компанией не обязательств клиента, а его дебиторской задолженности с выплатой предприятию сразу до 95% денежных средств от ее величины) 2. Отсутствие залога и наличия позитивной истории предприятия (необходимых при оформлении кредитов и займов). 3. Получение финансирования предприятием во время быстрого роста его бизнеса. 4. Факторинг позволяет предприятию существенно снизить или совсем избавиться от кредитных рисков, связанных с отсрочкой платежа, что в свою очередь дает возможность ему предложить своим потребителям более выгодные условия. 5. Факторинг позволяет предприятию избавиться от многих проблем, связанных с управлением дебиторской задолженностью и т.д. Таким образом, факторинг является привлекательным инструментом для всех групп предприятий независимо от размера. Для малых поскольку позволяет им получать финансирование без залога. Для средних предприятий в факторинге более важно страхование рисков и административное управление дебиторской задолженностью. Крупным предприятиям факторинг позволяет «расчистить» баланс уменьшить дебиторскую задолженность без увеличения кредиторской, что особенно актуально, если предприятие намерено привлечь инвесторов. Кроме того, для крупных предприятий всегда актуален вопрос избавления от дебиторской задолженности.

АБЕЛОВА

Важнейшим элементом финансового менеджмента является капитал хозяйствующего субъекта. В его характеристике важная роль принадлежит комплексному анализу капитала, который осуществляется в целях организации деятельности хозяйствующего субъекта. При этом использование современных методик позволяют решать вопросы приращения и использования капитала. В связи с этим вопросы формирования капитала как источника финансирования особо актуальны. Для успешной и безопасной деятельности управление и методическое обеспечение учета элементов капитала хозяйствующего субъекта является важным участком работы. В современных реалиях вопросы анализа капитала занимают лидирующие позиции. Значение финансовых ресурсов, формирующих оптимальную структуру и увеличение производственного потенциала хозяйствующего субъекта, а также финансовое обеспечение текущей хозяйственной деятельности огромно. Успешная деятельность предприятий организаций в значительной степени определяется уровнем

активности и масштабами их деятельности, расширение которой требует создания специальных условий, и в первую очередь, определения и использования объема капитала, и расчетом эффективности его использования. Процессы экономического и социально-демографического развития в стране протекают неравномерно, следовательно, развитие предприятий, их финансово-хозяйственная деятельность играет большую роль в процессе пополнения бюджетов, создании рабочих мест, развитии субъектов РФ [6]. Основным объектом управления финансовой деятельностью хозяйствующего субъекта является капитал. Для функционирования хозяйствующего субъекта необходимо финансирование капитала. Известно, что главным источником финансирования выступают собственные ресурсы. К сожалению, собственный капитал имеет ограниченность. Более того, обеспечение деятельности предприятия только за счёт собственных ресурсов не всегда бывает выгодным. Собственный капитал своим происхождением обязан средствам собственников хозяйствующего субъекта, его величина меняется в зависимости от финансовых результатов хозяйствующего субъекта. Из-за повышения объема заемных средств в структуре капитала повышается риск банкротства хозяйствующего субъекта, связанный с несовершенно структурированной формой капитала.

КОЗНОВ

Так как модернизация основных фондов требует крупномасштабных инвестиций, то собственные средства организаций не могут обеспечить в полной мере данную потребность. Привлечение кредитных ресурсов возможно при соблюдении ряда требований, которые должны быть выполнены для получения кредита. Так как в условиях экономического кризиса возникает риск неплатежеспособности организации, то банкам необходимо обеспечение гарантии возврата кредита. В качестве такого обеспечения могут выступать финансовые и нефинансовые активы, используемые в качестве залога, или гарантии государства по выданным кредитам. Далеко не все организации могут соответствовать этим требованиям. Использование такого инструмента финансирования как лизинг расширяет возможности организаций по модернизации основных фондов. Лизинг уже 10-15 лет функционирует как самостоятельный сегмент бизнеса, который позволяет организациям приобретать транспортные средства, оборудование, здания и сооружения, складские помещения и прочее имущество [1]. Лизинг представляет собой специфическую форму финансирования долгосрочных инвестиций. Суть лизинговой сделки заключается в том, что лизинговая компания по поручению лизингополучателя приобретает имущество за счет собственных средств и предоставляет его в пользование лизингополучателю. В сделке с лизингом участвуют как минимум три субъекта: продавец имущества, лизинговая компания и лизингополучатель. Лизинг может осуществляться в различных видах. Выделяют следующие основные виды лизинга: – по количеству участников: двухсторонние сделки и многосторонние сделки; – по типу имущества: лизинг движимого имущества и лизинг недвижимого имущества; – по сектору рынка: внешний лизинг (международный) и внутренний лизинг; – по условиям амортизации и сроку использования объекта лизинга: финансовый и оперативный (операционный). Наиболее распространенный подход к классификации лизинга включает в себя рассмотрение финансового и оперативного лизинга. Финансовый лизинг предполагает, что в течение срока договора лизинга лизингодатель возвращает себе полную стоимость объекта лизинга за счет лизинговых платежей и при этом получает прибыль. Срок договора лизинга в этом случае приближается к сроку эксплуатации имущества. Основная доля договоров по финансовому лизингу приходится на транспортные средства, машины и оборудование (табл. 1). При сделке с использованием оперативного лизинга срок договора лизинга существенно короче нормативного срока эксплуатации имущества. В результате чего, лизинговые платежи не покрывают полной стоимости имущества. Для получения прибыли лизингодатель вынужден повторно сдавать имущество другому лизингополучателю. Поэтому у лизингодателя возникает риск того, что он не

возместит полную стоимость имущества, если не будет спроса на объект лизинга. Применение схемы лизинга имеет ряд преимуществ перед сделкой с использованием кредита [2]: – отсутствует необходимость контроля за целевым расходованием денежных средств, так как в лизинг передается конкретное имущество, а кредит можно потратить на любые цели; – лизинговая операция подразумевает 100 % кредитование сделки, в то время как кредит, как правило, выдается на 70-80 % стоимости приобретаемого оборудования; – более гибкая схема договорных отношений, так как договора по лизингу легче поддаются корректировке, нежели кредитные договора; – лизинговая схема дает более гибкие условия формирования лизинговых платежей; – договор лизинга может предусматривать техническое обслуживание оборудования лизингодателем. В результате у лизингополучателя отпадает необходимость содержания персонала для технического обслуживания объекта лизинга; – имущество отражается на балансе лизингодателя, что позволяет лизингополучателю избежать уплаты налога на имущество. Такая схема позволяет улучшить показатели финансовой отчетности, так как в балансе отражается только задолженность по текущим лизинговым платежам. В случае с кредитной схемой обязательства отражаются на балансе заемщика в полном объеме; – возврат средств может производиться в форме произведенной продукции.

Можно выделить ряд факторов, которые сдерживают развития российского рынка лизинга [5]: – Несовершенство налогового и лизингового законодательства. Остаются неурегулированными вопросы возврата НДС. – Недостаточно развита инфраструктура лизингового рынка, которая проявляется в недостаточно широкой сети лизинговых копаний в России, в недостатке консалтинговых компаний и неразвитости информационного обеспечения. Неразвитость информационного обеспечения приводит к тому, что у лизинговых компаний отсутствует полная, объективная картина о финансовом состоянии и кредитной истории организации. – Отсутствие у российских банков «длинных денег». Срок окупаемости оборудования передаваемого в лизинг в большинстве длиннее, чем срок кредита. Нехватка финансирования у российских банков связана с закрытием внешних финансовых рынков в связи с санкциями. Это также приводит к тому, что стоимость привлечения средств возрастает, так как цена привлечения зарубежного капитала была существенно ниже. Подводя итоги, можно сделать вывод, что лизинг как источник финансирования инвестиций является перспективной возможностью модернизации парка оборудования российских организаций, однако в силу экономического спада и падения спроса на продукцию организаций, рынок лизинга будет существенно сокращаться.

СЫСОЕВА

В экономической литературе существует несколько подходов к определению финансовых ресурсов и их взаимосвязи с капиталом организаций. Изучение этих подходов, на наш взгляд, представляется чрезвычайно важным, поскольку в условиях рыночной экономики успешность деятельности организации зависит не только от правильно выбранной политики управления собственно производством и материальными потоками, но и в значительной степени от обоснованной стратегии управления ее финансовыми ресурсами и капиталом. Проблемы формирования и использования финансовых ресурсов традиционно находились и продолжают находиться в центре теории и практики финансового менеджмента. Однако в работах, посвященных данным проблемам, часто не прослеживаются различия между категориями «финансовые ресурсы», «капитал», «источники финансирования»; не уделяется должного внимания трансформации финансовых ресурсов в капитал. Этим аспектам процесса финансирования организаций реального сектора экономики посвящена данная статья. Используя портфельный подход к характеристике финансовых ресурсов организации, можно утверждать, что она располагает активами в различных формах, одной из которых выступают денежные средства. В процессе хозяйственной деятельности осуществляется трансформация одних видов активов в другие. Таким образом, финансовые ресурсы

образуются в результате преобразования материальных активов. Вместе с тем именно финансовые ресурсы трансформируются в любой другой вид ресурсов, и поэтому управление ими имеет приоритетное значение в управлении финансами организации. Рассматривая финансовые ресурсы как воспроизводственную категорию, на наш взгляд, правомерно утверждать, что их формирование и использование связано со структурным распределением стоимости, и, следовательно, охватывает всю совокупность стоимости, авансированной в оборот организации. Полагаем, что финансовые ресурсы — это денежные доходы, поступления и накопления, находящиеся в распоряжении организаций и государства, предназначенные для осуществления затрат по простому и расширенному воспроизводству, выполнения обязательств перед финансово-кредитной системой. На наш взгляд, к определению капитала целесообразно подходить не только с общеэкономической, но и с управленческой позиции. С общеэкономической точки зрения «капитал накопленный путем сбережений запас экономических благ в форме денежных средств и капитальных товаров, вовлекаемый его собственниками в экономический процесс как инвестиционный ресурс и фактор производства с целью получения дохода» [1]. С точки зрения финансового менеджмента капитал можно определить как особым образом организованную часть финансовых ресурсов, привлеченных хозяйствующим субъектом на правах собственности или во временное пользование с целью их наращивания путем инвестирования в определенные активы. В аспекте соподчиненности категорий «финансовые ресурсы» и «капитал» можно привести следующие трактовки сущности последней. Капитал — это совокупность финансовых ресурсов, функционирующих в деловом обороте хозяйствующих субъектов в виде материальных и финансовых активов, оборачивающихся и приносящих прибыль [2]. Капитал — наивысшее состояние финансовых ресурсов, когда эти ресурсы, функционируя в хозяйственной деятельности, приносят прибыль [3]. Представляется, что капитал — совокупность финансовых ресурсов, преобразованных в процессе делового оборота хозяйствующих субъектов в материальные, нематериальные и финансовые активы. Это более высокая форма организации финансовых ресурсов, которую отличает признак рентабельности. С позиции финансового менеджмента капитал как часть финансовых ресурсов организации характеризует общую стоимость средств в денежной, материальной и нематериальной формах, инвестированных в формирование ее активов. На наш взгляд, важным с теоретической и практической точек зрения является изучение процесса трансформации финансовых ресурсов в капитал, поскольку данная трансформация определяет эффективность использования финансовых ресурсов и, следовательно, достижение основной цели финансового менеджмента — увеличения совокупного достояния собственников организации. Финансовые ресурсы, используемые организацией в своем деловом обороте и приносящие доход, трансформируются в капитал. Отметим, что в состав финансовых ресурсов включается, например, выручка от реализации продукции, основных средств и прочего имущества. Трансформация финансовых ресурсов в капитал исключает выручку из состава последнего. Этот факт объясняется тем, что деньги вовлекаются в деловой оборот либо в процессе формирования первоначального капитала (уставный капитал), либо в результате прироста «деньги — товар — деньги с приростом» (прибыль), либо на основе временного возмездного пользования (кредиты и займы). Выручка служит лишь способом возврата средств собственникам. А поскольку мы оперируем принципом временного единства, то не следует отделять поступление денег на расчетный счет или в кассу организации от их первоначальных реальных источников, хотя они и могут быть разделены во времени. Одно из важных отличий финансовых ресурсов от капитала, по нашему мнению, заключается в том, что их кругооборот различается не только по содержанию, но и по количеству стадий. Кругооборот финансовых ресурсов в отличие от кругооборота капитала, по нашему мнению, включает не три стадии, а четыре. На первой стадии своего кругооборота финансовые ресурсы превращаются в денежный капитал (обмен). На этой стадии организации задействуют различные источники финансирования, которые играют роль механизма трансформации финансовых ресурсов в капитал. Здесь

финансы организации материализуются в форме финансовых ресурсов в момент их поступления в оборот организации. Финансовые ресурсы при этом характеризуются некоторыми формами проявления (выручка от реализации, поступления от выбытия имущества, доходы от различных видов деятельности и т.д.). Капитал же возникает у организации только тогда, когда ресурсы фактически вовлекаются в хозяйственный оборот. Далее начинается процесс кругооборота капитала, совпадающий по своему содержанию, но отличающийся количественными параметрами от процесса кругооборота финансовых ресурсов. Количественные отличия могут заключаться, прежде всего, в несовпадении величины финансовых ресурсов и величины капитала. Поскольку важнейшей, имманентной характеристикой капитала является его приращение, самовозрастание, то величина капитала на третьей стадии его кругооборота будет больше, чем на первой (при условии эффективного функционирования финансового механизма и, следовательно, всей системы финансового менеджмента организации). Величина финансовых ресурсов теоретически может не измениться, поскольку они направляются на цели как расширенного, так и простого воспроизводства. При этом финансовые ресурсы могут быть не только реально поступившими, но и потенциально возможными к получению. В подобном случае величина финансовых ресурсов может быть больше величины капитала организации. И здесь главной задачей финансового менеджмента является максимально возможное использование всех потенциальных финансовых ресурсов в деловом обороте организации при соблюдении, конечно, «золотого правила»: инвестировать денежные средства под более высокую ставку процента, чем ставка привлечения. Только в этом случае возможно достижение главной цели управления капиталом — увеличение стоимости организации. На наш взгляд, с позиций управления финансовыми ресурсами необходимо обеспечение непрерывности их кругооборота. На его последней стадии происходит формирование внутренних элементов собственного капитала. Определенная часть финансовых ресурсов выступает результатом использования капитала. Например, к таким финансовым ресурсам относятся прибыль и амортизация. Но капитал характеризует более широкую сферу деятельности организации по сравнению с финансовыми ресурсами: не только привлечение денежных средств, но и их использование в процессе функционирования компании. В качестве капитала рассматривается не каждая конкретная денежная единица, которая может быть потрачена в некоторый момент времени с определенной целью, а вся совокупность ресурсов, мобилизованных из различных источников финансирования. Причем все эти ресурсы вкладываются в один имущественный комплекс, с одной функциональной и целевой направленностью. Отсюда следуют две черты, которые способствуют трансформации финансовых ресурсов в капитал: – участие в реальном хозяйственном обороте организации; – способность приносить прибыль. В рамках современного финансового менеджмента данная характеристика капитала модифицируется в способность не только и не столько приносить прибыль, но и увеличивать стоимость организации. Не менее важной становится также минимизация затрат на привлечение тех или иных финансовых ресурсов. Таким образом, основные отличия финансовых ресурсов от капитала сводятся к следующему: – при анализе капитала основным является не то, какими потенциальными возможностями обладают денежные средства, находящиеся в распоряжении организации, и в какой момент времени они поступили в организацию, а то, что они вовлечены в ее хозяйственный кругооборот. Например, выручка от реализации, представляющая собой один из основных элементов денежного потока организации, в состав капитала не входит. Это объясняется тем, что выручка служит только частично носителем приращения стоимости (в части прибыли), а, в основном, это способ возврата ранее потраченных средств и обслуживания капитала. Аналогичная картина наблюдается и с амортизацией. Так как амортизация — инструмент восстановления стоимости имущества организации, то состав финансовых ресурсов дополняется амортизацией, а капитал — нет; – финансовые ресурсы и капитал различаются по содержанию процесса их кругооборота. Так, финансы организации материализуются в форме финансовых ресурсов в момент их поступления в оборот организации (выручка от

реализации, поступления от реализации имущества, внереализационные доходы и т.п.), т.е. на первой стадии кругооборота финансовых ресурсов. Капитал возникает только тогда, когда ресурсы фактически вовлекаются в хозяйственный оборот организации, обеспечивающий их прирост, т.е. на второй стадии их кругооборота, совпадающей с первой стадией кругооборота капитала; – финансовые ресурсы всегда находятся в стоимостной форме, капитал может быть представлен и в материально-вещественной форме. Капитал имеет не только многоаспектную сущность, но и многообразие обличий, в которых он выступает. По принадлежности организации выделяют собственный и заемный капитал. Собственный капитал характеризует общую стоимость средств организации, принадлежащих ему на праве собственности и используемых им для формирования определенной части ее активов. Эта часть активов, сформированных за счет инвестированного в них собственного капитала, представляет собой чистые активы организации. Собственный капитал характеризуется следующими положительными особенностями: – относительная простота привлечения, поскольку решения принимаются собственниками организации; – способность генерировать прибыль во всех сферах деятельности; – обеспечение финансовой устойчивости развития организации, а также ее платежеспособности, следовательно, снижение риска банкротства. Вместе с тем ему присущи следующие недостатки: – ограниченность объема привлечения; – высокая цена источников финансирования; – игнорирование возможности прироста рентабельности собственного капитала за счет привлечения заемных средств. Таким образом, организация, использующая для финансирования своей деятельности только собственный капитал, имеет наивысшую финансовую устойчивость, но ограничивает темпы своего развития (поскольку не может обеспечить формирование дополнительных активов в периоды благоприятной конъюнктуры рынка) и не использует финансовые возможности прироста прибыли на вложенный капитал. Заемный капитал характеризует привлекаемые для финансирования развития организации на возвратной основе денежные средства или другие имущественные ценности. Все формы заемного капитала, используемого организацией, представляют собой его финансовые обязательства, подлежащие погашению в предусмотренные сроки. Заемный капитал характеризуется следующими положительными особенностями: – широкие возможности привлечения, особенно при высоком кредитном рейтинге заемщика, наличии качественного обеспечения; – обеспечение роста финансового потенциала организации при необходимости существенного расширения ее активов; – относительно низкая цена источников финансирования за счет снижения налогооблагаемой прибыли на величину процентных расходов; – способность генерировать прирост рентабельности собственного капитала. Недостатками использования заемного капитала являются следующие: – возникновение долгосрочных и краткосрочных обязательств генерирует финансовые риски в хозяйственной деятельности организации; – активы, сформированные за счет заемного капитала, приносят меньше прибыли; – высокая зависимость цены заемного капитала от колебаний конъюнктуры финансового рынка; – относительная сложность процедуры привлечения. Таким образом, организация, использующая заемный капитал, имеет более высокий финансовый потенциал для своего развития и возможность прироста рентабельности собственного капитала, однако в большей мере подвержена финансовому риску и угрозе банкротства. Дж. К. Ван Хорн предлагает рассматривать любую фирму в каждый момент как совокупность капиталов, поступающих из различных источников: от инвесторов, кредиторов, полученных доходов в результате деятельности фирмы. [3] Финансовые ресурсы трансформируются в капитал организации через соответствующие источники. Они могут быть рассмотрены с двух точек зрения. Во-первых, как совокупность инструментов, используемых для привлечения финансовых ресурсов, необходимых для обслуживания производственных и прочих расходов организации. Именно в таком толковании определяются источники собственных и заемных средств в Методических рекомендациях по разработке финансовой политики предприятия, утвержденных приказом Министерством экономики РФ от 1 октября 1997 года № 118. В соответствии с данными рекомендациями источниками собственных средств могут служить

эмиссия акций, реализация ненужного и выбывающего имущества, основных фондов, чистая прибыль и амортизация, источниками заемных средств — коммерческие кредиты и займы [5]. Исходя из этой позиции, в таблицах 1 и 2 приведена характеристика основных элементов собственного и заемного капитала и источников их финансирования. С другой точки зрения, источниками финансирования может быть названа совокупность способов финансового обеспечения деятельности организации, потенциально доступных и фактически использованных в процессе создания, становления и развития организации, обеспечивающих определенную величину финансовых ресурсов. Исходя из данной позиции, финансирование представляет собой процесс, включающий выявление альтернативных источников финансирования, выбор конкретных источников, организацию получения и расходования денежных или материальных ресурсов в зависимости от вида источников финансирования. Источники финансирования образуют три основные группы: использованные, доступные, потенциальные. Первые — это совокупность таких источников финансирования потребностей организации, которые уже используются для формирования их капитала. Доступные источники — это источники, потенциально реальные для использования. «Набор» таких источников шире используемых. Потенциальные источники — это те, которые теоретически могут быть использованы для функционирования коммерческих организаций в условиях совершенных финансово-кредитных и правовых отношений [6]. На уровне отдельной организации использованными источниками финансовых ресурсов являются уставный капитал, добавочный капитал, нераспределенная прибыль прошлых лет, накопленный амортизационный фонд, выручка от реализации текущего периода. В качестве доступных источников выступают (кроме использованных) еще и фонды специального назначения, образованные в соответствии с уставом организации, резервный фонд и временно свободные средства контрагентов, которые организация использует в форме отсрочки платежа за предоставленные товары, работы, услуги. К потенциальным источникам, по нашему мнению, относятся (помимо использованных и доступных) еще и средства, которые возможно мобилизовать на финансовом рынке, исходя из возможностей хозяйствующего субъекта (его организационно-правовой формы, существующей структуры капитала, наличия кредитной истории, уровня кредитоспособности и т.п.).

На выбор схемы финансирования и конкретных источников формирования капитала оказывает влияние целый ряд факторов. 1. Организационно-правовая форма организации. Она определяет, в первую очередь, источники финансирования собственного капитала путем непосредственного их вложения инвесторами в уставный капитал или их привлечения путем открытой или закрытой подписки на акции. 2. Отраслевые особенности деятельности организации, которые определяют структуру активов и их ликвидность. Организации с высоким уровнем фондоемкости производства в силу большой доли внеоборотных активов имеют обычно низкий кредитный рейтинг и вынуждены ориентироваться на собственные источники финансирования капитала. Кроме того, отраслевые особенности определяют продолжительность операционного цикла. Чем короче этот период, тем в большей степени может быть использован заемный капитал. 3. Размер организации. Чем меньше размер хозяйствующего субъекта, тем в большей степени потребность в капитале может быть удовлетворена за счет собственных средств. 4. Цена капитала, привлекаемого из различных источников. Цена заемного капитала обычно ниже, чем цена собственного. Однако в разрезе отдельных источников финансирования цена капитала существенно колеблется в зависимости от формы обеспечения кредита, рейтинга заемщика. 5. Свобода выбора источников финансирования. Не все источники доступны для всех организаций. Так, на средства федерального и местных бюджетов могут рассчитывать лишь отдельные общественно значимые объединения и организации. 6. Конъюнктура рынка капитала. В зависимости от состояния финансового рынка цена заемного капитала поднимается и снижается. При существенном возрастании этого показателя прогнозируемый дифференциал финансового рычага может превратиться в отрицательную величину. 7. Уровень

налогообложения прибыли. В условиях низких ставок налога на прибыль разница в цене собственного и заемного капитала снижается, поскольку снижается и эффект экономии по налогу на прибыль. При высокой же ставке налогообложения прибыли ситуация меняется в обратную сторону. 8. Мера принимаемого учредителями риска при формировании капитала. Неприятие высоких уровней рисков формирует консервативный подход, при котором основу составляет собственный капитал. И, наоборот, стремление получить в будущем высокую прибыль на собственный капитал, невзирая на высокий уровень риска, формирует агрессивный подход, при котором заемный капитал используется в максимально возможном размере. Степень риска, связанного с тем или иным источником финансирования, определяется помимо прочего величиной издержек по их обслуживанию. Использование финансовых инструментов с фиксированными затратами увеличивает размах колебаний прибыли под влиянием экономических и производственных условий. 9. Формирование структуры и качественного состава собственного капитала для обеспечения требуемого уровня контроля за деятельностью организации. Данный фактор определяет обычно пропорции формирования собственного капитала в акционерном обществе, пропорции в объеме подписки на акции, приобретаемые акционерами. 10. Планируемый темп роста объема продаж. Чем он выше, тем выше потребность во внешнем финансировании. При низких значениях темпа прироста внешнее финансирование может не понадобиться, так как все необходимые средства можно получить за счет пропорционального прироста статей пассивов и реинвестированной прибыли. При темпах прироста выше определенного уровня нужны дополнительные источники финансирования, и чем более быстрыми темпами будет расти объем продаж, тем значительнее станет потребность в привлечении внешнего капитала. Это объясняется тем, что увеличение объема продаж обычно требует роста активов, который необходимо обеспечить соответствующим финансированием. 11. Использование производственных мощностей. Если в предыдущем периоде мощности организации были использованы полностью, то для любого существенного увеличения объема продаж в планируемом периоде необходим прирост источников финансирования основного капитала. 12. Капиталоемкость (ресурсоемкость) продукции. Капиталоемкость продукции характеризует стоимость всех активов, приходящихся на 1 рубль объема продаж. Если капиталоемкость низка, то объем продаж может расти быстро, при этом не возникает большой потребности во внешнем финансировании. Если капиталоемкость достаточно высока, то даже незначительный рост выпуска продукции потребует привлечения больших средств из внешних источников. Если у организации могут возникнуть финансовые проблемы при удовлетворении перспективных потребностей в капитале, то ей целесообразно рассмотреть вопрос о снижении уровня капиталоемкости своей продукции. 13. Рентабельность продаж. Чем выше удельная прибыль, тем меньше потребность в средствах извне при прочих равных условиях. Рост рентабельности продаж ведет к росту чистой прибыли организации (при условии, что ставка дивиденда постоянна), следовательно, снижается потребность во внешних источниках финансирования. 14. Дивидендная политика. Особенности дивидендной политики организации влияют на уровень ее потребности во внешних источниках финансирования. Если организация заранее предвидит трудности с наращиванием объема капитала, то целесообразным может быть рассмотрение вопроса о снижении нормы выплаты дивидендов. Вместе с тем, чтобы принимать такие решения, менеджерам следует изучить возможность влияния снижения дивидендов на рыночную стоимость компании. Если этот фактор малосущественен, то организация может избрать политику выплаты дивидендов по остаточному принципу и в максимальной степени использовать нераспределенную прибыль для удовлетворения потребностей в финансировании. 15. Приемлемый темп прироста активов. Организации, прошедшие этап становления, обычно стараются избегать выпуска акций по двум причинам. Во-первых, из-за высоких эмиссионных затрат, которые не возникают при реинвестировании нераспределенной прибыли. Во-вторых, инвесторы относят проведение дополнительных эмиссий акций к разряду негативных событий. При объявлении организацией о подобной

операции курс ее акций понижается, и наращивание капитала за счет эмиссии акций становится для организации гораздо более дорогим вариантом, чем использование нераспределенной прибыли. 16. Размер привлекаемых средств. Небольшую сумму можно получить по кредитному договору или по закрытой подписке на акции, тогда как средства на крупномасштабные проекты целесообразно привлекать с помощью публичного размещения акций или облигаций. 17. Необходимо также учесть иные типы издержек: на регистрацию, проведение подписки, услуги квалифицированных юристов, бухгалтеров, аудиторов, затраты на печать и защиту бланков документарных ценных бумаг, комиссионные инвестиционному банку и т.д. В России, например, при регистрации эмиссии взимается государственная пошлина в размере 0,2 % от номинальной суммы эмиссии, но не более 100 тыс. рублей. Учет всех перечисленных факторов позволяет целенаправленно избирать схему финансирования и структуру источников привлечения капитала. Необходимо также учитывать условия функционирования российских организаций, в частности, значительные ограничения в использовании ими заемных средств, а также неэффективное территориальное перераспределение ресурсов, когда основные денежные потоки (до 80%) сосредоточены в столичных центрах.

ЗОБОВА

Эффективное управление оборотным капиталом – одно из главных условий успешной деятельности организаций. Глобальный финансовоэкономический кризис, начавшийся в 2007 г. в США, оказал разрушительное воздействие на воспроизводство оборотного капитала на российских предприятиях. Высокая инфляция, неплатежи и другие кризисные явления вынуждают субъекты хозяйствования изменять свою политику по отношению к управлению оборотными средствами, искать новые источники их пополнения, исследовать пути их эффективного использования. Большинство организаций стало перед необходимостью определения точного объема оборотного капитала в процессе принятия тактических и стратегических управленческих решений. Значительная часть из тех российских предприятий, которые близки к банкротству, находятся в состоянии неплатежеспособности именно из-за того, что принимаемые их управленцами решения были неадекватны сложившимся условиям. Необоснованно большие кредиты, высокая и растущая доля постоянных издержек, нерациональная структура собственного и оборотного капитала – типичные причины банкротства российских фирм. Потребность в оборотном капитале для сферы производства и для сферы обращения неодинакова для разных видов хозяйственной деятельности и даже для отдельных предприятий одной отрасли. Эта потребность определяется вещественным содержанием и скоростью оборота оборотных средств, объемом производства, технологией и организацией производства, порядком реализации продукции, закупок сырья и материалов и другими факторами. Деление оборотных средств на собственные и заемные указывает источники происхождения и формы предоставления предприятию оборотных средств в постоянное или временное пользование. Собственные оборотные средства формируются за счет собственного капитала предприятия (уставный капитал, резервный капитал, накопленная прибыль и др.). Для нормальной обеспеченности хозяйственной деятельности оборотными средствами величина их устанавливается в пределах 1/3 величины собственного капитала. Собственные оборотные средства находятся в режиме постоянного пользования. В то же время следует отметить, что отсутствует единство взглядов ученых на распределение составляющих между источниками. По определению В. В. Ковалева и Вит. В. Ковалева: «Собственный капитал есть часть стоимости активов предприятия, достающейся его собственникам после удовлетворения требований третьих лиц. Заемные средства – кредиты банка, кредиторская задолженность (коммерческий кредит) и прочие пассивы» [3]. Потребность предприятия в собственном оборотном капитале является объектом планирования и отражается в его финансовом плане. По мнению профессора Н. В. Колчиной: «Привлечение заемных средств покрывает временную

дополнительную потребность предприятия, что обусловлено как объективными причинами, связанными с работой предприятия, так и возникшими в условиях перехода к рынку нарушениями стоимостного механизма обращения капитала» [5]. А. М. Ковалева отмечает: «Повышение цен на приобретаемые товарно-материальные ценности ведет к образованию у предприятий недостатка собственных оборотных средств в больших размерах» [6]. В этом случае финансовое обеспечение хозяйственной деятельности предприятия сопровождается привлечением заемных источников. Л. Н. Чечевицина резервы и фонды предприятия относит к заемным источникам. По ее мнению: «Привлеченные средства – это средства, которые находятся во временном использовании у хозяйствующего субъекта. Основную часть этих средств составляют заемные средства (долгосрочные и краткосрочные займы). К привлеченным средствам относятся кредиторская задолженность, а также различные специальные фонды, образуемые хозяйствующим субъектом, которые до их расходования могут находиться в обороте и представляют собой внутренние финансовые источники» [7]. С точки зрения профессоров В. Я. Горфинкеля и В. А. Швандара, устойчивые пассивы выделяются в особую группу. По их определению: «Собственные оборотные средства – это средства, постоянно находящиеся в распоряжении предприятия и формируемые за счет собственных ресурсов. В процессе движения собственные оборотные средства могут замещаться средствами, являющимися, по сути, частью собственных, временно свободных. Эти средства называются приравненными к собственным или устойчивыми пассивами» [8]. Н. В. Колчина и А. М. Ковалева приравнивают устойчивые пассивы к собственным источникам пополнения оборотных средств, но выделяют из заемных средств самостоятельный источник – привлеченные средства (кредиторская задолженность), а также особую группу – прочие источники формирования оборотных средств, к которым относятся средства предприятия, временно не используемые по целевому назначению (фонды, резервы и др.) [5, с. 165]. Несмотря на некоторое несовпадение мнений по распределению оборотного капитала по источникам формирования, единство взглядов ученых состоит в том, что собственный оборотный капитал обеспечивает имущественную и оперативную самостоятельность, определяет финансовую устойчивость предприятия. Заемные оборотные средства формируются в форме банковских кредитов, а также кредиторской задолженности. Они представляются предприятию во временное пользование. Одна часть платная (кредиты и займы), другая – бесплатная (кредиторская задолженность). Потребность предприятия в заемных оборотных средствах также является объектом планирования и отражается в бизнес-плане. Источники формирования оборотных средств неразличимы в процессе кругооборота капитала. Так, в ходе производства информация о том, за счет каких средств приобретали потребляемое сырье и материалы, никак не используется. Однако система формирования оборотных средств оказывает влияние на скорость оборота, замедляя или ускоряя ее. Кроме того, характер источников формирования и принципы различного режима использования собственных и заемных оборотных средств являются решающими факторами, влияющими на эффективность использования оборотных средств и всего капитала. Рациональное формирование и использование оборотных средств оказывает активное влияние на ход производства, на финансовые результаты и финансовое состояние предприятия, позволяя достигать успеха с минимально необходимыми в данных условиях размерами оборотных средств. Избыток оборотных средств будет означать, что часть капитала предприятия бездействует и не приносит дохода. Вместе с тем, недостаток оборотного капитала будет тормозить ход производственного процесса, замедляя скорость хозяйственного оборота средств предприятия. Вопрос об источниках формированиях оборотных средств важен еще с одной позиции. Конъюнктура рынка постоянно меняется, поэтому потребности предприятия в оборотных средствах не стабильны. Покрыть эти потребности только за счет собственных источников становится практически невозможно. Привлекательность работы предприятия за счет собственных источников уходит на второй план. Опыт показывает, что в большинстве случаев эффективность использования заемных средств оказывается более высокой, чем собственных. Поэтому основной задачей управления процессом формирования оборотных

средств является обеспечение эффективности привлечения заемных средств.

ПАНОВ

В условиях рыночной экономики, диверсификации производства, конкурентной борьбы за рынки сбыта продукции, все большее значение для экономических субъектов, приобретает разработка действенных механизмов управления финансово-хозяйственными процессами развития предприятия. В этой связи на первый план выдвигается задача совершенствования механизмов стратегического управления, что позволяет гибко реагировать на постоянно изменяющиеся условия рынка, повышать способность удовлетворения спроса потребителей, значительно усилить рост технологической оснащенности, обеспечить более высокий качественный уровень продукции, работ и услуг предприятия. В тоже время, какой бы успешной не казалась стратегия деятельности организации, без достаточного инвестиционного финансирования капитальных вложений, она теряет свою значимость и привлекательность. Как показывает практика, большинство мелких и средних предприятий не могут перевооружить производство, оснастить его современным, высокотехнологичным оборудованием, за счет собственных средств. Поэтому остро встает проблема в потребности привлечения заемных средств, инвестиций в капитальные вложения предприятия. По результатам проведенного анализа можно заключить, что в течение ближайших 5 лет для удержания динамики выпуска продукта предприятиями реального сектора экономики на уровне 4-4,5 % за год требуется ежегодно увеличивать реальный объем инвестиций в основные фонды на 20-25 %. При этом, относительный дефицит долгосрочных кредитных ресурсов в базовых отраслях экономики достигает от 1 % ВВП до 3-4 % ВВП. Таким образом, первоочередной задачей экономического развития страны, являются капитальные вложения в промышленный сектор российской экономики. Организация финансирования основных фондов и правильный выбор источников инвестирования для того или иного объекта является одной из важных и сложных задач в деятельности хозяйствующего субъекта. На всех уровнях хозяйствования для управления основным капиталом, первостепенное значение имеет функционально-видовая группировка средств труда, которая разрешает получить информацию о важнейших качественных изменениях, происходящих в экономическом потенциале предприятия. Динамика видовой структуры отражает изменения в технической оснащенности производства, темпах внедрения инноваций, развитии специализации, концентрации и комбинировании [11]. К основным формам финансирования капитальных вложений, наиболее часто используемым в настоящее время российскими предприятиями, обычно относят [1,2,4,5,7] (рис.1): 1) долговое финансирование: посредством займов в финансовых структурах (в т.ч. консорциальные и синдицированные кредиты), путем выпуска корпоративных облигаций, на основе лизинга и селенга; посредством продажи долговых обязательств (факторинг, форфейтинг); 2) долевое финансирование: долевое участие внешнего инвестора (юридического или физического лица) в капитале предприятия (акционерном, складочном и др.), выпуск (эмиссия) дополнительного объема корпоративных акций, венчурные (рисковые) инвестиции; 3) финансирование на основе собственного капитала за счет резервного капитала, нераспределенной прибыли; 4) финансирование за счет интеграции двух или нескольких предприятий, в т.ч. и банков (консолидированные средства); 5) финансирование за счет средств федерального бюджета, предоставляемых на безвозвратной и возвратной основе, средств бюджетов субъектов Российской Федерации; средств внебюджетных фондов; 6) финансирование средствами иностранных инвесторов.

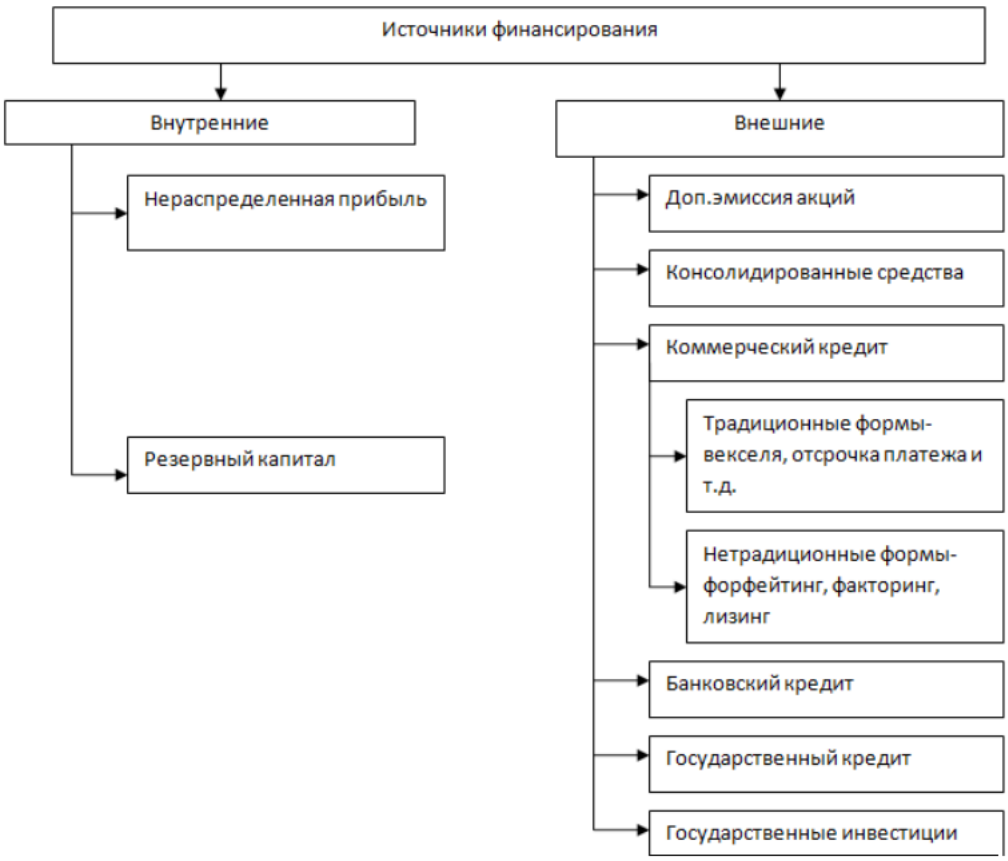


Рис. 1. Источники финансирования предприятий России Изучение отечественной и зарубежной практики источников финансирования показывает, что наиболее используемыми методами инвестирования, являются бюджетный, кредитный метод, а также самофинансирование. В целях создания системы финансового обеспечения совокупности проектов организации согласно бизнесстратегии, к финансированию объектов целесообразно привлекать различные источники инвестирования. Внутренние источники (самофинансирование) формируются за счет нераспределенной прибыли компании, фондов собственных средств предприятий, поэтому основным регулятором использования этих источников является уровень коммерческой деятельности предприятия, т.е. чем выше уровень производительности, тем больше возможностей внутренней аккумуляции и дальнейшего использования данных средств в финансировании проектов появляется у хозяйствующего субъекта. Внутренние источники финансирования формируются за счет собственного капитала предприятия, т.е. тех денежных средств, которые предоставляются предприятию без ограничения срока в обмен на право совладения ее имуществом и доходами [8]. Как известно, одним из основных и важных источников финансирования инвестиций, является чистая прибыль, остающаяся у предприятия после уплаты налогов в бюджет. Предприятия зачастую направляют чистую прибыль на природоохранные мероприятия, а также на капитальные вложения производственного и социального характера. Необходимо отметить, что помимо прибыли, существует скрытый внутренний источник финансирования. Это не что иное, как дебиторская задолженность. Управление дебиторской задолженностью предполагает контроль за своевременностью погашения задолженности дебиторами и гибкое использование методов ценовой политики, например, предоставление скидок за оперативную оплату и начисление штрафов за задержку платежей. Источниками внешнего финансирования деятельности предприятия является заемный капитал это денежные ресурсы, которые за плату передаются предприятию в пользование на определенный заранее срок. Считаем важным отметить, что на российском рынке не все отмеченные финансовые инструменты доступны и приемлемы. Выделим условия, препятствующие притоку капитала на российские предприятия [6]: узость и слабое развитие рынка капитала в России,

недостаточное для обеспечения необходимого объема финансирования, как в рублях, так и в иностранной валюте; отсутствие надежных механизмов защиты инвесторов, что является серьезным сдерживающим фактором для иностранных инвесторов; недостаточная поддержка правительством инвестиционных процессов и мер по созданию благоприятного инвестиционного климата в России; относительно высокие процентные ставки и уровень инфляции, и низкая эффективность финансово-банковского сектора; нехватка долгосрочного финансирования как следствие общей нестабильности и неустойчивости рынка. В этой связи, среди традиционных видов внешнего финансирования, доступных для российских предприятий, следует отметить заемный (долговое финансирование) и акционерный (долевое финансирование) капитал. Источниками заемного капитала обычно выступают банки и фондовый рынок. Фондовый рынок предлагает возможности по привлечению средств путем выпуска различного вида акций и облигаций, реализуемых среди институциональных и индивидуальных инвесторов. Среди прочих внешних источников финансирования можно отметить бюджетное финансирование и целевые субсидии правительства, а также займы, предоставляемые иностранными правительствами и международными финансовыми организациями. Рассматривая всевозможные источники финансирования, встречающиеся в российской практике, мы пришли к выводу, что наименее используемый источник бюджетное финансирование. Несмотря на потребность и заинтересованность предприятий, в финансировании такого рода, государство не торопится удовлетворить интересы экономических субъектов в бюджетных инвестициях. К долговым (заемным) инструментами относятся банковские кредиты, облигации, коммерческие бумаги или векселя, а также проектное финансирование. Срочные банковские займы являются в настоящее время наиболее доступным средством привлечения дополнительных ресурсов в странах с развитой банковской системой. Краткосрочные займы привлекаются предприятиями для погашения текущих обязательств, главным образом кредиторской задолженности перед поставщиками и подрядчиками. В самом общем виде краткосрочные займы помогают предприятиям сбалансировать текущие активы и текущие обязательства. На практике этот финансовый инструмент широко используется в странах с развитым межбанковским и финансовым рынком. Среднесрочные и долгосрочные займы обычно используются для финансирования масштабных и долгосрочных капитальных проектов.

В целом, исследуя все формы долгового финансирования, можно сказать, что данный вид имеет следующие отрицательные стороны: 1) ограниченность срока использования заемных средств; 2) высокие издержки по выплате процентов по кредитам, что способствуют появлению риска неплатежеспособности; 3) необходимость иметь залоговые гарантии; В свою очередь долевое финансирование, как альтернативный вариант долгового, имеет ряд позитивных черт, что и обосновывает его привлекательность для отечественных предприятий, в частности: 1) обеспечение финансирования без выплат по процентам; 2) сохранение конфиденциальности информации об источнике финансирования; 3) использование опыта инвестора в управлении компанией как совладельца; 4) ограничение круга лиц, контролирующих деятельность фирмы. Эмиссия дополнительного количества акций, как форма долевого финансирования обеспечивает: повышение финансового потенциала фирмы; создание условий для привлечения больших по объему кредитов; рост стоимости компании; повышение имиджа и ликвидности акций; возможность повышения курсовой стоимости акций. К положительным моментам долевого привлечения в компанию стратегического инвестора (акционера) относятся: стратегический инвестор может передать предприятию передовой опыт и ноу-хау; стратегический инвестор нацелен на развитие долгосрочного сотрудничества с предприятием; предприятие может получить доступ к новым рынкам и каналам сбыта партнера; предприятие и его стратегический партнер могут добиться синергетического эффекта в результате производственной интеграции; стратегические инвесторы готовы платить более высокую цену за акции предприятия, чем другие инвесторы. Вместе с тем, существует ряд негативных последствий привлечения в

компанию стратегических инвесторов: 1) возможность потери контрольного пакета акций действующими собственниками; 2) утрата конфиденциальности информации о состоянии фирмы (из-за обязательности публикации финансовых результатов); 3) ограничение свободы деятельности управляющих; 4) возможность уменьшения прибыли и дивидендов, приходящихся на одну акцию; 5) рост трансакционных затрат, связанных с финансовым обеспечением проектов. Одним из нетрадиционных инструментов финансирования капитальных вложений служит лизинг, представляющий собой альтернативу традиционным формам инвестирования. Особенно интересным с этой точки зрения является финансовый лизинг, который за определенную плату позволяет одной стороне (лизингополучателю) использовать имущество, являющееся собственностью другой стороны (лизингодателя) на условиях, закрепленных законодательством. Преимуществами лизинга являются [9]: более льготные налоговые условия для лизингополучателя и лизингодателя; налогооблагаемая прибыль снижается у лизингополучателя за счет включения в издержки арендных платежей, а у лизингодателя амортизационных отчислений имущества, переданного по лизингу, но включенного в активы лизингодателя; фиксирование суммы лизинговых платежей в договоре заранее, вследствие чего долговые обязательства лизингополучателя не увеличиваются; расширение лизинговой компанией номенклатуры продукции инвестиционного назначения, продвигаемой на рынки сбыта; ускорение лизингополучателем процесса реализации инвестиционной программы своего развития, причем без значительных единовременных капитальных затрат; возможность учета сезонности, цикличности производства у лизингополучателя, обеспечение выгоды по сравнению с покупкой по кредиту; возможность быстрого обновления активной части основных фондов; обеспечение поставщику (изготовителю) имущества гарантированного сбыта дорогой продукции и возможности выхода на мировые рынки; отсутствие проблем с залоговыми гарантиями (в отличие от кредитования). При этом к недостаткам лизинга можно отнести [10]: повышенные издержки на приобретение основных средств (оборудование и другое имущество); сложность досрочного расторжения лизингового договора (из-за высоких штрафных санкций); сложность реализации использованного оборудования (имущества) по остаточной ликвидационной стоимости. В целом, исследуя виды источников финансирования капитальных вложений предприятия, можно сделать вывод, что степень эффективности каждого из изученных видов зависит от наличия у предприятия тех или иных условий оперирования на рынке. Руководство предприятия, при принятии решения, должно обязательно учитывать эти условия и соизмерять их с действительными возможностями. Выбранный вид финансирования должен не только удовлетворить финансовые потребности предприятия, но, главным образом, не усугубить его финансовое состояние в перспективе.

ИГОНИНА

Повышение обоснованности политики финансирования инвестиций компаний в условиях динамизма хозяйственной среды и финансовой нестабильности требует уточнения принципов и разработки моделей оптимизации структуры инвестиционного капитала, ориентированных на достижение долгосрочных целей компании. Кардинальная значимость принятия аргументированных и взвешенных решений по формированию структуры источников финансирования инвестиционной деятельности обусловлена многовекторным влиянием этого фактора на развитие компании: – при неоптимальной структуре инвестируемого капитала компании предстоит проходить свой жизненный цикл при более высоких требованиях к его доходности, следовательно, устанавливать более жесткие критерии отбора инвестиционных проектов, так как не всякие привлекательные потенциальные направления инвестирования будут удовлетворять завышенным требованиям к доходности инвестируемых средств; – при возникновении дополнительных ограничений инвестиционных возможностей компания не сможет быть в нужной степени динамичной и маневренной. Завышенные затраты на инвестиционный капитал будут служить тормозом гибкого и эффективного реагирования на изменение условий рыночной конъюнктуры и

поддержания конкурентоспособности; – несбалансированность структуры инвестируемого капитала ведет к продуцированию агентских конфликтов, противоречий интересов собственников и менеджмента. Агентские конфликты могут проявляться в оппортунистическом поведении менеджмента, трансформации его мотивации, принятии инвестиционных решений, ведущих к реализации неэффективных и рискованных инвестиционных проектов; – при слишком высокой доле заемного капитала трансформируется отношение к компании стейкхолдеров, которые могут приступить к поиску иных вариантов сотрудничества, что чревато ухудшением хозяйственных взаимосвязей, договорных условий, снижением объемов продаж, сокращением выручки, уменьшением потоков денежных средств. Ключевые концептуальные подходы к оптимизации структуры источников финансирования инвестиций в экономической литературе строятся на анализе соотношения собственного и заемного капиталов предприятия, а также их составляющих (прибыли, амортизации, эмиссии акций, облигаций, банковского кредита, коммерческого кредита, лизинга и др.)1 . Традиционно в теории и методике финансового анализа сопоставление величин собственного и заемного капиталов используется в качестве одного из главных параметров финансовой устойчивости компании. Это направление исследования структуры капитала предприятия достаточно глубоко теоретически проработано в отечественной и западной экономической науке и нашло широкое практическое использование в прикладных методах оценки финансового состояния компаний2 . Оно базируется на данных финансовой отчетности и отражает так называемый бухгалтерский подход к структуре капитала компаний. Проблема оптимизации структуры капитала в рамках данного подхода сводится, как правило, к поддержанию такого соотношения собственного и заемного капиталов компании, при котором обеспечивается достижение индикативных значений известных финансовых коэффициентов (финансового левериджа, прибыли на акцию, рентабельности собственного капитала и др.). Помимо расчета традиционных финансовых коэффициентов используется также прием определения точек равновесия, с помощью которого производят сопоставление альтернативных вариантов финансирования. При несомненной аналитической значимости бухгалтерского подхода он не может быть применен для решения задач оптимизации структуры источников финансирования инвестиций компании, поскольку в основу оценки эффективности этой структуры не могут быть положены показатели прошлой деятельности. На данной основе невозможно выстроить политику финансирования инвестиционной деятельности, соответствующую ее стратегической цели, в качестве которой, на взгляд авторов, должен рассматриваться рост инвестиционной стоимости компаний. В экономической литературе цели инвестиционной деятельности традиционно связываются с получением чистого дохода от инвестиционных вложений в рамках одного инвестиционного цикла. Однако движение инвестиций в ходе инвестиционной деятельности предприятий имеет постоянно повторяющийся и возобновляемый характер, что формирует основу для его анализа в долгосрочной перспективе и определяет необходимость определения перспективной цели инвестиционной деятельности компаний3 . Такая цель, на взгляд авторов, прежде всего подчинена приоритетной стратегической цели финансовой деятельности компании в рыночной экономике – росту ее стоимости4 . С этих позиций перспективная цель инвестиционной деятельности компаний заключается в превышении доходов от инвестирования над вложенным инвестиционным капиталом, что в долгосрочном периоде обеспечит возрастание чистого дисконти рованного денежного дохода в условиях динамизма и неопределенности рыночной среды. Поскольку чистый дисконтированный денежный доход является наиболее точным выражением инвестиционной стоимости предприятия, то перспективная цель инвестиционной деятельности предприятия предстает как рост его инвестиционной стоимости. В данной связи основы выбора стратегии инвестиционной деятельности и финансового развития предприятия формируются на концептуальной платформе другого направления анализа структуры капитала, представленного теоретическими исследованиями структуры капитала фирмы и поиском оптимального

соотношения собственного и заемного капитала. Анализ основных подходов к оптимизации структуры капитала с учетом их адаптации к проблеме формирования оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности компаний позволяет выделить следующие ключевые положения: – структура инвестиционного капитала компаний является ключевым стратегическим параметром и инструментом принятия управленческих решений, ориентированных на повышение эффективности политики финансирования инвестиционной деятельности компаний. Заниженная доля заемного капитала фактически означает недоиспользование потенциально более дешевого, чем собственный капитал, источника финансирования, поскольку у компании формируются более высокие затраты на инвестиционный капитал, что детерминирует рост требований к доходности будущих инвестиций. В то же время при росте доли заемного капитала растет вероятность издержек банкротства, увеличиваются риски неплатежа для инвестора, что также ведет к повышению требований к доходности этого капитала; – направления эволюции теорий структуры капитала связаны с обоснованием взаимосвязи структуры капитала с рыночной стоимостью компании. Структура инвестиционного капитала может иметь случайный характер или быть результатом целенаправленного выбора. Процесс формирования структуры капитала направлен на установление заданного соотношения собственных и заемных средств, что позволяет обеспечить достижение критерия ее оптимизации. Современные теории структуры капитала располагают обширным методическим инструментарием оптимизации этого показателя, где основными критериями выступают: − приемлемый уровень риска в деятельности предприятия; − максимизация рыночной стоимости предприятия; − минимизация средневзвешенной стоимости капитала предприятия. Необходимо отметить, что выбор конкретного критерия оптимизации определяется предприятием самостоятельно5 . Касательно решения проблемы оптимизации структуры источников финансирования инвестиционной деятельности компании таким критерием, как отмечалось ранее, служит максимизация инвестиционной стоимости предприятия. Такая максимизация достигается с учетом принятых рисков и заданной доходности, определяемой величиной средневзвешенной стоимости всех используемых источников финансирования. При этом минимизация средневзвешенной стоимости источников инвестируемого капитала сама по себе не может выступить критерием оптимальности их структуры. Как следует из положений теорий структуры капитала, при таком подходе инвестируемый капитал предприятия должен состоять исключительно из заемного капитала, стоимость которого при прочих равных условиях всегда меньше акционерного капитала, однако это, в свою очередь, означает утрату финансовой устойчивости и угрозу банкротства компании. С позиций финансово-инвестиционного подхода, воспроизводящего задачи роста чистого дисконтированного дохода от реализации инвестиционных проектов и инвестиционной стоимости предприятия, оптимизация структуры источников финансирования инвестиционной деятельности предполагает выявление того соотношения заемного и собственного капиталов, которое ведет к максимизации инвестиционной стоимости данной компании. Реализация финансово-инвестиционного подхода предполагает обоснование комплекса сложных управленческих решений в части структурирования инвестиционных сделок, выбора предпочтительных финансовых инструментов, разработки схемы денежных поступлений и выплат разным типам инвесторов, регулирования инвестиционных рисков, формулирования условий инвестиционных соглашений и договоров. Исходя из этого, финансово-инвестиционный подход к оптимизации структуры источников финансирования инвестиционной деятельности компании должен опираться на некоторые принципы, к которым можно отнести (см. рисунок): – учет интегрального воздействия факторов внешней и внутренней среды и асимметричности информации на структуру инвестируемого капитала компании. Данные факторы могут действовать разнонаправленно, результат их влияния определяет возможное соотношение уровней доходности, риска и ликвидности вложения инвестируемого капитала. Неоднозначные оценки будущего уровня доходности, риска, ликвидности, а следовательно, и

условий оптимизации структуры источников финансирования инвестиционной деятельности формируются также под воздействием асимметричности информации; – минимизацию издержек привлечения инвестируемого капитала. Процесс получения ожидаемых денежных потоков инвесторами отсрочен во времени, что определяет необходимость приведения величин этих потоков к настоящему времени с учетом альтернативной ставки дохода, утрачиваемого инвесторами. Ставка привлечения заемных источников финансирования инвестиций отражает минимальную ставку доходности, требуемую кредиторами. Совокупные требования к доходности, предъявляемые различными категориями инвесторов, результируются в единой ставке средневзвешенных затрат на инвестируемый капитал с учетом доли заемных и собственных денежных средств в сумме его затрат; – структурированность источников инвестируемого капитала. Максимизация инвестиционной стоимости компании при прочих равных условиях предполагает минимизацию средневзвешенной стоимости всех составляющих инвестируемого капитала. Для решения данной задачи необходимы точная идентификация всех источников финансирования инвестиционной деятельности, использование современных методов их количественной и качественной оценки; – адекватность сроков привлечения источников финансирования инвестиционной деятельности целям их использования. В соответствии с одним из «золотых правил» инвестирования инвестиционные вложения должны соответствовать источникам их финансирования по суммам и срокам; – ориентацию на максимизацию инвестиционной стоимости компании как ключевого критерия оптимизации структуры инвестируемого капитала. В соответствии с этим принципом при оптимизации структуры инвестируемого капитала следует исходить из возможностей максимизации величины инвестиционной стоимости компании, выражающей сумму дисконтированного чистого денежного потока выгод, ожидаемых инвестором в результате реализации проекта. Реализация данных принципов направлена на оптимизацию структуры источников финансирования инвестиционной деятельности компании исходя из объединенного критерия «доходность – риск – ликвидность». Для формирования политики финансирования инвестиционной деятельности компании в каждом конкретном случае необходимо установить область оптимальных значений структуры инвестиционного капитала. Поиск такой области связан с качественным и количественным анализом структуры источников финансирования инвестиционной деятельности. Качественный анализ предполагает выделение различных макроэкономических и микроэкономических факторов, которые следует иметь в виду, вырабатывая политику финансирования инвестиционной деятельности данной компании. Этот вид анализа нуждается в дополнении количественными оценками – финансовыми моделями, позволяющими установить расчетное оптимальное соотношение источников финансирования инвестиционной деятельности компании. Исходным пунктом, лежащим в основе разработки модели инвестиционно-финансового выбора оптимальной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности компаний, является обоснованное ранее концептуальное положение о том, что критерием оптимизации служит, прежде всего, максимизация инвестиционной стоимости компании, которая достигается с учетом допустимых рисков и требуемой доходности, заданной средневзвешенной стоимости всех используемых источников. Поскольку рост инвестиционной стоимости определяется тем, насколько генерирующие ее доходы превышают расходы по привлечению инвестируемого капитала, средневзвешенная стоимость всех используемых источников должна быть минимальна, при том, что доля заемных источников, стоимость которых при прочих равных условиях всегда меньше стоимости собственного капитала, не должна быть выше доли собственных источников (для избежания рисков утраты финансовой устойчивости и угрозы банкротства предприятия).

Принципы оптимизации структуры источников финансирования инвестиционной деятельности компании

СУВОРОВ

В большинстве развитых стран субъекты малого и среднего предпринимательства (МСП) являются основой и движущей силой экономики. В России же особый интерес к данной сфере со стороны различного рода экономических субъектов заметно возрос на протяжении последних двух лет, что обусловлено во многом макроэкономической ситуацией. Так в условиях роста инфляции, уменьшения реального размера заработных плат населения, а также потери рабочих мест, реальной альтернативой для граждан становятся предприятия малого и среднего бизнеса. С одной стороны, основной особенностью предприятий данной категории является мобильность, благодаря которой становится возможным сглаживание негативных процессов в сфере занятости населения, создание новых рыночных ниш и точек экономического роста. Также за счет высокой ликвидности капитала становится реальным обеспечение его окупаемости в короткие сроки путем возможного перехода из одной сферы деятельности в другую. С другой же – субъекты МСП наиболее уязвимы в период экономического кризиса, нестабильной политической ситуации, в связи с чем любые вопросы организации их финансов становятся актуальными, в том числе и вопросы организации процесса их финансирования [1]. Часто именно в периоды кризисных явлений приоритетные финансовые источники предприятий становятся менее доступными. Речь в данном случае идет прежде всего о кредитных ресурсах, привлечение которых имеет ограничения для малых и средних предприятий ввиду отсутствия у них какого-либо залогового имущества для мобилизации процентного капитала. Основной причиной данного процесса является претерпевающая существенные изменения рыночная конъюнктура, увеличение стоимости заемных средств, снижение величины выручки предприятий. Также негативную роль может оказывать и смена ориентиров ведущих банков на рефинансирование внешнего долга крупных компаний. Все вышеперечисленное наиболее остро ставит проблему поиска альтернативных источников финансирования для обеспечения полноценного функционирования предприятий рассматриваемого сектора. Таковыми вполне могут стать краудные формы финансирования, такие как краудфандинг, краудинвестинг, краудлендинг [2]. Термин «краудфандинг» (от англ. Crowd, что значит «толпа») представляет собой массовую народную форму финансирования, имеющую своей целью поддержание творческих проектов, бизнес-стартапов, бизнеса, а также благотворительных акций посредством различных интернет-платформ [3]. Значительный вклад в развитие научной мысли о краудфандинге внесли главным образом такие зарубежные ученые, как Дж. Хау, И. А. Тян, П. Беллефлемм, Т. Ламберт, Г. А. Хмелева и др. По последним данным исследований

американского консалтингового агентства Massolution в 2015 г. объем мирового рынка краудфандинга увеличился на 167 % по сравнению с 2014 г. и составил порядка 16,2 млн долл. Наибольший рост за указанный период демонстрирует рынок краудфандинга в Азиатском регионе, где увеличение составило 320 % до 3,26 млрд долл. Самый же большой по величине объем демонстрирует Североамериканский регион – 9,46 млрд долл., что не удивительно, ведь первоначально само явление краудного финансирования зародилось в современной форме именно в 2008 г. в США, когда состоялся запуск первой платформы Kickstarter. Российской индустрии краудфандинга при этом около 4 лет. Долгое его становление отчасти можно связать с особенностями менталитета и опытом девяностых годов, когда процветали различные финансовые пирамиды. Часто краудфандинг ассоциируют с благотворительностью. Самым главным его отличительным признаком является то, что инвесторы обязательно получают взамен определенные привилегии или бонусы в обмен на свои пожертвования. В зависимости от типа вознаграждения, предоставляемого инвесторам, краудфандинг подразделяется на несколько видов. Так, первым является безвозмездный или почти безвозмездный вид. В данном случае инвестор получает вознаграждение в форме благодарности, упоминания на сайте и т. п. Возмездный же заключается в том, что в дальнейшем в случае успеха проекта инвестор получит в качестве вознаграждения сам продукт в определенной форме, т. е. подразумевается, так называемая, пред-продажа ещё нереализованного продукта. И, наконец, при возвратном виде краудфандинга в качестве вознаграждения инвестор может получать как часть собственности компании и дивиденды, так и право принимать непосредственное участие в голосовании на собраниях акционеров. Аналогичная схема отношений с инвесторами применяется в инновационном краудфандинге (или краудинвестинге), но по состоянию на текущий момент данный способ финансирования не может полноценно функционировать в России вследствие отсутствия четкой правовой базы [4]. По своей экономической сущности краудинвестинг является формой коллективного инвестирования, основной целью которой является получение прибыли финансируемого предприятия или определенной части акций в качестве поощрения (привлечение акционерного капитала). Он может осуществляться также и в форме привлечения долгового капитала. Основное отличие заключается в том, что в данном случае краудфандинговая платформа играет роль брокера, авторы проекта являются заемщиками, а спонсоры – кредиторами. В России он является довольно «молодой» частью отрасли краудного финансирования. Так, первые площадки появились только в 2014 г., и менее чем за год общий оборот средств, собранных через платформы, составил около 55 млн руб. По прогнозам аналитиков, в краткосрочной перспективе рынок краудинвестинга продолжит свой рост, однако в настоящее время, данная бизнес-модель только формируется, и по прогнозам консалтингового агентства J'son&Partners, общий объем собранных средств составит $0,5 млрд к 2018 г. Еще одной разновидностью краудного финансирования, представляющей не меньший интерес для сектора МСП, является краудлендинг. Основное его содержание заключается в интернеткредитовании физическими лицами компаний или других физических лиц посредством краудлендинговых платформ. Соответственно, существует он в двух основных формах – P2P-кредитование (физические лица) и P2B-кредитование, при котором физические лица осуществляют процесс кредитования субъектов МСП [5]. Немаловажным также является и то, что в процессе функционирования краудлендинговой платформы принимает участие немалое количество различных учреждений, таких как банки, бюро кредитных историй и вышеупомянутые коллекторские агентства. Часто платформы тесно сотрудничают с компаниями–спонсорами, которые непосредственно осуществляют анализ и оценку кредитоспособности заемщиков, взимая соответствующую комиссию за свои услуги. Основная же статья дохода краудлендинговой платформы состоит во взимании процента за предоставление кредитов (рисунок 1). Основной особенностью краудлендинговых платформ является наличие у заемщика определенного кредитного рейтинга, который присваивается либо самой платформой, либо определенными сторонними экспертами, что определяет в дальнейшем интерес инвесторов к данному заемщику. Следовательно, обе стороны

кредитного процесса имеют свои определенные уровни максимального и минимального инвестирования. Непосредственно сами платформы могут предоставлять функцию автоматического инвестирования, что позволяет провести диверсификацию портфеля кредитора посредством заданной им величины средств равными частями на основе таких ключевых характеристик, как уровень надежности заемщика, ожидаемые сроки кредитования, ожидаемая доходность. Подчеркнем, что ключевые характеристики в данном случае задаются также инвестором. В дополнение ко всему платформой для заемщика может предоставляться и возможность досрочного погашения суммы долга без выплаты процентов. В случае, если задолженность становится просроченной, происходит привлечение коллекторских агентств. Сама платформа обычно не осуществляет работу с просроченной задолженностью. Для предотвращения случаев мошенничества происходит тщательная проверка личности заемщика и его документов [6, 7]. Ключевыми игроками рынка краудлендинга в России являются такие платформы как WebMoney, Fingoroo, Вдолг и Loanberry. Средняя величина финансирования на данном рынке в нашей стране составляет 15–20 тыс. руб. Как отмечает консалтинговое агентство J'son & Partners Consulting, средняя процентная ставка составляет примерно 1 % в день. Таким образом утверждать о развитости данной сферы финансирования в России пока рано в силу ряда причин. Во-первых, это высокие ставки, сравнимые с величиной процентных ставок микрофинансовых организаций. Во-вторых, отсутствует четкое законодательство в данной сфере, что зачастую вызывает проблемы с возможностью автоматического формирования портфеля кредиторов, и наконец, в-третьих, на текущий момент скоринговые системы, применяемые на краудлендинговых платформах находятся на достаточно низком уровне, что несет в себе увеличение риска для кредиторов и, соответственно, уменьшение интереса со стороны инвесторов.

АЛИЕВ

Краудфандинг как альтернативная форма привлечения финансирования в бизнес родилась и функционирует за пределами традиционной финансовой системы. В современных условиях эта форма привлечения инвестиций в различные проекты приобретает особую актуальность на фоне развития электронных технологий. По сути, краудфандинг – это сбор частных пожертвований разного объема [2]. В настоящее время можно выделить три основных метода краудфандинговых сборов путем: 1) долевого участия в проекте; 2) кредитования проекта; 3) благотворительных пожертвований в проект. Первый метод подразумевает для инвестора долевое участие либо в распределении прибыли в новой кампании, либо в распределении прибыли от реализованного товара или услуги. Такой метод еще называют краудинвестинг. Как правило, это небольшие взносы, и люди охотно инвестируют в такие проекты [1, с. 28]. Обобщенно преимущества и недостатки краудинвестинга представлены в табл. 1, из который видно, что эта форма привлечения инвестиций в проекты имеет значительные преимущества над недостатками. Главной мотивирующей силой тех, кто участвует в краудфандинге как инвестор, является простое любопытство от познания чего-то нового. Ведь, как правило, собираются через краудфандинг деньги на инновационные и неординарные проекты [4, с. 298]. В случае если проект не приносит заявителю нужную сумму, то инвесторы получают свои деньги назад, практически ничем не рискуя. У них остается неоценимый опыт, приобретенный при этом процессе. В случае же успеха краудфандинга они имеют свою долю и становятся совладельцами компании либо просто получают условленный ранее процент от продаж. Метод подходит и тем людям, которые хотят получать пассивный доход от успешных предприятий в дальнейшем, затратив на начальном этапе совсем незначительную сумму. Безусловно, это очень рискованно, потому что даже в случае собрания краудфандингом нужной суммы на реализацию проекта далеко не все из финансированных проектов в условиях рынка выживают [6, с. 34]. Многие из продуктов, заявленных на краудфандинговых площадках, еще до появления на рынке копируют и воплощают в жизнь при условии отсутствия патента на них. Краудфандинг, который предлагает долевое участие, является выгодным вложением для инвесторов и очень заманчивым предложением для тех, кто

собирается финансировать свой проект за счет краудфандинга. Минусом можно назвать лишь ваши обязательства перед долевыми участниками вашего предприятия. Формально они способны влиять на управление вашей компанией в будущем, и поэтому очень часто практикуется, что компании после удачного старта выкупают назад свои права любыми доступными путями. Безусловно, это тоже неплохо для многих инвесторов, так как они приумножили свои деньги и смело могут браться за очередной стартап, которыми изобилуют различные краудфандинговые платформы. Минусом для инвесторов можно назвать невозможность вывести свои средства из проекта до его завершения. Второй метод привлечения средств через краудфандинг – метод народного кредитования вашего проекта, подходит тем людям, которые либо не смогли заинтересовать банк в получении кредита на свою разработку, товар или услугу по каким-то причинам, либо просто не хотят пользоваться услугами кредитования через банк. Функционирует это очень просто: вы описываете свой проект, прописываете сумму, необходимую на реализацию проекта, и условия, на которых готовы вернуть затраченные средства после того, как проект начнет приносить прибыль. Здесь важно сформулировать четкую финансовую цель и время, через которое вам нужно собрать эти средства, а самое главное – это указать срок, когда вы предположительно рассчитаетесь со своими потенциальными кредиторами. Мы сравнили бы проведение краудфандинга с пиаркампанией какого-то большого проекта. Ведь то, что вы обладаете идеей, еще ничего не значит. Вам нужно убедить людей поверить в эту идею так же, как в нее поверили вы, и прокредитовать ее.

А привлечение в бизнес денег путем интеграции в краудфандинг цифровых блокчейн-технологий намного ускоряет этот процесс, масштабирует инвестиционные возможности на географии привлечения инвестиций, усиливает инновационные возможности интернет-сетей и надежность.

КУЗНЕЦОВА
В условиях современной рыночной экономики, пожалуй, ни одно предприятие не обходится без привлечения внешнего финансирования. Применение заемных средств обусловлено множеством причин, которые являются индивидуальными для каждой конкретной компании. Однако стремление развиваться и расти лежит в основе любого управленческого решения, связанного с привлечением заемного капитала. Может ли фирма полностью отказаться от использования внешнего финансирования и обойтись исключительно собственными средствами? Любое предприятие, являясь самостоятельным хозяйствующим субъектом, стремиться максимизировать долю прибыли, что невозможно сделать без расширения производства, круга покупателей, поставщиков, увеличения объема сбыта и числа сотрудников и т.д. Указанные мероприятия требуют вложения средств. Принято считать, что использование собственных средств не связано с риском. Однако, если руководство фирмы решает ограничится собственным капиталом (прибыль, амортизация), то оно значительно сокращает или полностью лишает компанию резервных средств, которые могут понадобится в случае возникновения дефицита финансовых ресурсов. Такие ситуации нередки на предприятиях, так как притоки и оттоки денежных средств могут не совпадать во времени. Предпринимательская деятельность всегда связана с риском, поэтому пренебрегать использованием внешнего финансирования, ограничивая возможности роста и развития компании, нецелесообразно. Таким образом, основной задачей финансовой службы предприятия должен быть не отказ от заемного капитала, а выбор его оптимальной величины и конкретного способа финансирования, наиболее подходящего для сложившейся экономической ситуации. Многими экономистами, такими как Немыкина О.С., Малеев П.Ю., Черказов Э.Р., Захаров С.В., Тоцкий М.Н. и другие, были предложены различные алгоритмы выбора финансовых инструментов на основе различных критериев. Такими критериями являлись налоговая выгода, стоимость привлечения конкретного источника, доступность, жизненный цикл предприятия и конкретного инвестиционного проекта, риски,

оперативность и т.д. Основным недостатком существующих методических подходов является, как правило, их ориентированность лишь на один критерий. При этом, если, выбирая наиболее оптимальный источник финансирования, принимать во внимание абсолютно все возможные параметры и характеристики, процесс выбора окажется достаточно сложным и длительным, что также негативно скажется на конечном выборе. В рамках данной проблемы следует выделить и рассмотреть наиболее значимые критерии, особенности их применения и влияние на выбор финансового инструмента. Одним из наиболее важных критериев влияющих на выбор источника финансирования является его стоимость. Во сколько обойдется компании использование того или иного источника финансирования, это первый вопрос, на который необходимо ответить финансовой службе, для того что бы среди альтернативных финансовых инструментов выбрать наиболее оптимальные и экономически эффективные. Принятое решение будет экономически обоснованным только в случае грамотного расчета данного показателя. Существует множество способов определения стоимости привлеченного источника финансирования. При выборе метода расчета следует учесть 92 наиболее важные показатели, к которым относятся: процентные ставки, уровень инфляции, премии, вознаграждения и другие выплаты, а также налоговый эффект. Традиционно при оценке стоимости привлеченного источника финансирования также определяется средневзвешенная цена капитала. Данный показатель может быть рассчитан с использованием целевой структуры капитала, что позволит определить экономическую эффективность использования заемных средств, а также подобрать оптимальное соотношение источников финансирования для конкретной ситуации. Однако, выбирая среди всего многообразия финансовых инструментов, нельзя ограничиваться единственным критерием, так как источники денежных средств могут иметь примерно одинаковую стоимость для предприятия. Поэтому, выбрав наиболее приемлемые в отношении их стоимости, следует оценить другой немаловажный критерий – доступность. Данный критерий зависит от многих факторов, это в первую очередь организационно – правовая форма предприятия, его размер, финансовое обеспечение, величина активов и оборотных средств, престиж, кредитная история, оперативность привлечения источника денежных средств и др. при оценке доступности финансирования следует четко определить цели привлечения средств, необходимую сумму и оптимальный срок. Цели компании могут быть направлены на долгосрочную и краткосрочную перспективу. К долгосрочным, как правило, относят инвестиционные проекты, долгосрочные финансовые вложения. На короткий срок предприятие привлекает средства, необходимые для приобретения сырья, материалов, оборотных средств, расчеты по заработной плате, налогам и сборам, оплату кредиторской задолженности, краткосрочные финансовые вложения и так далее. Как правило, для осуществления долгосрочных целей компании требуется большая сумма средств, чем для краткосрочных. Таким образом, определив размер необходимого финансирования, а также цели его привлечения, следует выбрать из альтернативных источников долгосрочные или краткосрочные соответственно. Разрабатывая инвестиционный проект, компания может комбинировать различные формы финансового обеспечения. Так, например, если требуется закупить новое дорогостоящее оборудование, помимо собственных средств, могут быть привлечены средства от эмиссии акций или облигаций. В данном случае дополнительная эмиссия должна быть расценена как положительный сигнал, поскольку предприятие стремиться выйти на новый уровень развития. Кроме того часть оборудования может быть приобретена в лизинг. Однако руководству компании следует подстраховаться, так как в процессе реализации проекта могут возникнуть дополнительные расходы, связанные с доставкой и монтажом оборудования, электроэнергия, оплата труда рабочих, налоги (на имущество, транспортный) и др. Поскольку инвестиционный проект начнет окупаться не сразу, собственных средств предприятия может не хватить. В такой ситуации возможно, например, привлечение краткосрочного кредита или факторинг. 93 Оценивая доступность финансирования, следует учитывать, что далеко не все фирмы могут легко воспользоваться вышеперечисленными финансовыми инструментами. Для крупных

компаний, имеющих достаточное количество активов в качестве финансового обеспечения, высокие экономические рейтинги и хорошую деловую репутацию, перечень доступных финансовых инструментов значительно шире, чем для мелких и средних организаций, только пытающихся закрепить свои позиции на рынке. Однако в настоящее время многие банки предлагают кредитные программы, направленные на поддержку мелкого и среднего бизнеса. Такие кредитные программы учитывают не только размеры бизнеса и срок его существования, но и цели, на которые предоставляются средства. Так, например, Сбербанк предлагает такие кредитные продукты, как кредиты на финансирование любых потребностей бизнеса, а также на открытие бизнеса; кредиты на пополнение оборотных средств для производства, торговли и предоставления услуг; кредиты на приобретение основных средств, модернизацию производства, осуществление текущего ремонта основных активов бизнеса; кредит на финансирование инвестиционных проектов, связанных с расширением действующего бизнеса или открытием новых направлений деятельности и другие. Однако использование любого финансового инструмента влечет за собой возникновение различного рода рисков. Это риск неплатежеспособности, снижения финансовой устойчивости, процентные, инвестиционные и инфляционные риски. Грамотное ведение финансовой политики компании позволит не только минимизировать возникающие риски, но также и повлиять на такие немаловажные критерии выбора источника финансирования, как стоимость его привлечения и доступность. Для минимизации рисков компании могут использовать различные меры, включающие страхование, самострахование, резервирование средств и другие. Крупные организации, как правило, имеют целые отделы, занимающиеся оценкой и анализом рисков. Предприятиям мелкого и среднего бизнеса, не «по карману» содержание таких отделов. В настоящее время данную проблему можно решить при помощи риск консалтинга. Такую услугу предлагают многие консалтинговые агентства. Риск консалтинг также не является бесплатным, но в конечном счете стоимость данной услуги ориентирована на платежеспособность заказчика. Если перед руководством стоит сложная задача выбора источника финансирования инвестиционного проекта, то будет целесообразно провести оценку и анализ рисков, а также вывить пути их минимизации. Помимо минимизации рисков, компания должна стремиться снизить стоимость источника финансирования. Поскольку основным фактором, влияющим на стоимость заемного капитала, является процентная ставка, то, например, при принятии решения о привлечении кредита, руководству необ94 ходимо провести переговоры с несколькими банками о снижении существующей процентной ставки. Для того чтобы заинтересовать банк в снижении процента по кредиту, компанией может быть предложено сотрудничество на взаимовыгодных условиях. Организация может подписать с банком договор об инкассации денежной наличности, перевести в данный банк «зарплатный проект» и все свои счета, развивать потребительское кредитование среди сотрудников и клиентов и т.п. Следует понимать, что данные услуги также являются платными. Поэтому необходимо определить, получит ли компания выгоду в качестве разницы между суммой, полученной от снижения процента по кредиту, и стоимостью предоставляемых банком услуг. Сложнее всего для предприятия – повлиять на доступность источников финансирования. Критерий доступности зависит от многих факторов. Так, например, компания не сможет за короткий промежуток времени нарастить свои активы до размера, достаточного для обеспечения по кредиту или залога, поднять свои финансовые рейтинги, завоевать престиж и хорошую репутацию на рынке. Так же не совсем реально изменить организационно-правовую форму предприятия, например, вместо Общества с ограниченной ответственностью создать Акционерное общество для того, что бы эмитировать акции. Однако стратегические цели компании должны быть направлены на рост и развитие, наращивание собственного капитала, основных и оборотных активов. Необходимо заботится о положительной кредитной истории, о репутации. Такие меры позволят фирме в будущем повысить уровень доступности различных финансовых инструментов. Наиболее гибким параметром является оперативность привлечения средств. Для того, что бы сократить время, необходимое на привлечение того

или иного источника финансирования, компания должна использовать грамотно составленный алгоритм выбора финансового инструмента. Данный алгоритм должен учитывать конкретную экономическую ситуацию, цели привлечения средств и их размер. Руководству компании необходимо рассматривать разнообразные источники финансирования, оценивать целесообразность их выбора по вышеперечисленным критериям, а также на основе заранее разработанной методики выбирать один или несколько наиболее подходящих. Например, финансовой службе следует заранее создать модели финансирования для различных ситуаций, связанных с недостатком оборотных средств (сырья, материалов), основных фондов, с нехваткой денежных средств на оплату кредиторской задолженности перед поставщиками товаров и услуг, расчеты по заработной плате, налогам и сборам и т.п. При наличии такой методики на принятие управленческого решения потребуется значительно меньше времени. Так заранее открытая кредитная линия, позволит сэкономить время на оформление кредита, поскольку для получения транша достаточно лишь подписать дополнительное соглашение. 95 Однако следует рассмотреть вопрос об актуальности проблемы выбора источника финансирования в настоящее время. Возможно, что современные компании в большинстве случаев ограничиваются использованием собственных средств, а доля заемного капитала настолько мала, что выбор его источника не имеет принципиального значения.

ДЕГТЯРЕВА

Основными факторами, влияющими на стоимость заемного капитала, являются: ● величина текущей процентной ставки в стране: при росте ставки, растет стоимость заемных ресурсов; ● уровень риска невыполнения обязательств предприятием-заемщиком: с ростом риска невыполнения обязательств (нарушения сроков выплаты процентов или/и основной суммы долга по действующему либо предыдущим займам) растет стоимость заемного капитала как компенсация кредитору за больший риск. В числе методов оценки риска невыполнения обязательств заемщиком можно выделить использование рейтинговых оценок (широко применяется по облигационным займам). Более высокий рейтинг свидетельствует о низком риске и относительно небольших издержках по обслуживанию заемного капитала; ● ожидаемая инфляция; ● налоговые выгоды привлечения заемного капитала. Проценты по долговым обязательствам являются нормируемым расходом, то есть согласно ст. 269 НК РФ признаются для целей налогообложения в сумме, не превышающей установленный предельный размер. По рублевым займам (кредитам) он может рассчитываться двумя способами: исходя из среднего уровня процентов, взимаемых по сопоставимым долговым обязательствам либо с учетом ставки рефинансирования Банка России. При втором способе предельной размер ставки рассчитывается с 1 января 2011 года по 31 декабря 2014 года вклю164 ЭКОНОМИ КА И УПР АВЛЕНИЕ Н АРОДН ЫМ ХОЗЯЙСТВОМ чительно как ставка рефинансирования ЦБ РФ, увеличенная в 1,8 раза при оформлении долгового обязательства в рублях и равной произведению ставки рефинансирования ЦБ РФ и коэффициента 0,8 — по долговым обязательствам в иностранной валюте. Таким образом, стоимость заемного капитала является функцией от ставки налога на прибыль. Снижение налоговых платежей благодаря выплатам по заемному капиталу приводит к снижению реальных издержек по обслуживанию заемного капитала. ● отраслевая принадлежность предприятия. Например, в 2012 г. сильнее других от высоких ставок страдало производство целлюлозы и древесины, а менее всех – добывающие предприятия и металлургия [5]. Основным преимуществом использования заемного капитала для финансирования оборотных средств по сравнению с собственным (акционерным) является его низкая стоимость, что определяется следующими причинами: 1. Издержки по техническому обслуживанию и по привлечению заемного капитала обычно ниже, чем при дополнительной эмиссии акций. 2. Ставка процента (до налогообложения) по заемному капиталу, как правило, ниже, чем требуемая доходность по инвестициям в акции. Это определяется более низким риском заемного капитала, который часто предоставляется под гарантию или обеспечение

реальными активами, вследствие чего в случае финансовых неудач или банкротства требования кредиторов будут удовлетворены в первую очередь. 3. Плата за заемный капитал уменьшает налогооблагаемую базу, и предприятие экономит на налоговых платежах. 4. Заемный капитал не дает право его владельцам на участие в управление корпорацией (право голоса на общем собрании акционеров) и не грозит руководству потерей рабочих мест. Дополнительная эмиссия акций, во-первых, уменьшает доли собственности существующих акционеров, а во-вторых, несет потенциальную опасность скупки акций сторонним инвестором и изменения политики фирмы, в частности, смены руководства. Основным недостатком финансирования оборотных средств за счет заемного капитала является необходимость концентрации денежных средств к дате погашения займа. От руководства предприятия требуется разработка специальных схем погашения займа, в том числе и за счет привлечения нового. Это позволяет не заботиться о накопительном фонде. Однако здесь возникают сложности в нахождении новых источников финансирования с приемлемой стоимостью капитала. Еще одной проблемой для менеджеров компании при значительной доле заемного капитала становится приобретение кредиторами возможности контролировать отдельные принимаемые решения. Так, на Западе уже широко распространена практика внедрения крупными институциональными инвесторами в советы директоров корпораций своих представителей. Иногда в договоре банковского кредита присутствует требование обязательной доли рефинансирования чистой прибыли или образования фонда погашения, что не соответствует интересам менеджеров. Часто предоставление займов строится на условиях залога акций предприятия, что при неблагоприятных условиях (например, для российских компаний после кризиса 1998 г.) контроль над компанией может перейти к кредиторам. В еще более сложном положении оказываются компании, предложившие в качестве залога иностранным кредиторам валютную экспортную выручку. Необходимость возвращать займы при невозможности привлечь новые означает для них фактически лишение поступления денег. Тяжелым бременем для предприятия могут оказаться также «связанные» или «целевые» кредиты, выданные под конкретную коммерческую сделку, под платежи наличными либо авансовые платежи.

ОБУХОВА

Источники финансирования деятельности могут быть исследованы с двух точек зрения. Во-первых, как совокупность инструментов, используемых для привлечения финансовых ресурсов, необходимых для обслуживания производственных и прочих расходов организации. С другой точки зрения, источниками финансовых ресурсов может быть названа совокупность способов финансового обеспечения деятельности организации, потенциально доступных и фактически использованных в процессе создания, становления и развития организации, обеспечивающих определенную величину финансовых ресурсов. Управление предполагает оптимальное формирование финансовых ресурсов из различных источников, а также обеспечение эффективного их использования в различных направлениях хозяйственной деятельности предприятия [1]. Исходя из данной позиции, финансирование представляет собой процесс, включающий выявление альтернативных источников финансирования, выбор конкретных источников, организацию получения и расходования денежных или материальных ресурсов в зависимости от вида источников финансирования [2]. Источники финансирования образуют три основные группы: (1) использованные, (2) доступные, (3) потенциальные. Использованные источники – это совокупность таких источников финансирования потребностей организации, которые уже используются для формирования их капитала. Доступные источники – это источники, реальные для использования. Потенциальные источники – источники, которые теоретически могут быть использованы для функционирования коммерческих организаций в условиях совершенных финансово-кредитных и правовых отношений. На уровне отдельной организации использованными источниками финансовых ресурсов являются уставный капитал, добавочный капитал, нераспределенная прибыль прошлых лет, накопленный

амортизационный фонд, выручка от реализации текущего периода. В качестве доступных источников выступают (кроме использованных) еще и фонды специального назначения, образованные в соответствии с уставом организации: резервный фонд и временно свободные средства контрагентов, которые организация использует в форме отсрочки платежа за предоставленные товары, работы, услуги. К потенциальным источникам относятся средства, которые возможно мобилизовать на финансовом рынке, исходя из возможностей хозяйствующего субъекта. В современных условиях резко повышается значимость финансовых ресурсов, с помощью которых осуществляется формирование оптимальной структуры [3]. Поэтому для правильной организации финансирования предпринимательской деятельности вопросы классификации ее источников имеют особое значение (таблица). Одним из важнейших аспектов при выборе источника финансирования является запас гибкости в принятии ключевых управленческих решений. Гибкость достигается посредством формирования структуры капитала, которая позволяет сокращать или увеличивать доли различных финансовых инструментов в зависимости от тенденций на рынке капитала. Долгосрочный заем с ограничительными оговорками и без права досрочного погашения – классический пример финансирования, исключающего гибкость. Под классической оптимальной структурой капитала обычно понимают такую комбинацию источников финансирования, которая максимизирует рыночную стоимость предприятия, а значит, обладает наибольшей привлекательностью для инвесторов. Необходимо отметить, что планирование структуры капитала хозяйствующего субъекта – весьма важный аспект финансового менеджмента предприятия. Оно включает в себя решение двух проблем: проблему оптимальности, т.е. проблему выбора доли долга и собственных средств, используемых для финансирования активов, и проблему, связанную с выбором конкретных финансовых инструментов для привлечения капитала. Как известно, структура капитала предприятия оказывает непосредственное влияние на его финансовое состояние. Следовательно, при формировании структуры капитала с целью максимизации привлекательности предприятия и обеспечения его конкурентоспособности необходимо учитывать как положительные, так и отрицательные особенности использования собственных и заемных средств. Собственный капитал характеризуется следующими положительными особенностями. 1. Простота привлечения – решения, связанные с увеличением собственного капитала, принимаются собственниками без получения согласия других хозяйствующих субъектов. Если предприятие имеет прибыль после налогообложения, то, покрыв из нее обязательные и необязательные платежи (возврат кредита, уплата штрафных санкций, выплата дивидендов), предприятие решением собственников присоединяет оставшуюся часть прибыли (нераспределенную) к собственному капиталу. 2. В российских условиях у собственного капитала обычно более высокая способность генерирования прибыли во всех сферах деятельности, так как при его использовании не требуется уплата ссудного процента. В то же время дивиденды на большинстве предприятий (издержки по собственному капиталу) в Российской Федерации минимальны. 3. Собственный капитал обеспечивает финансово устойчивое развитие предприятия, является залогом его платежеспособности в долгосрочном периоде, минимизирует риск банкротства. Теоретически предприятию, использующему только собственный капитал, не угрожает банкротство. Такое предприятие может потерять весь свой капитал, но это не будет являться банкротством, поскольку состояние банкротства характеризуется неспособностью погасить свои долги [4]. Вместе с тем собственному капиталу присущи следующие недостатки. 1. Ограничение объема привлечения и, следовательно, расширения операционной и инвестиционной активности в период благоприятной конъюнктуры. Наращение собственного капитала связано с такими длительными процессами, как капитализация прибыли, эмиссия акций. Если в период оживления и роста деловой активности предприятие будет делать ставку на развитие только за счет собственного капитала, то к моменту его наращения благоприятные условия для расширения производства или повышения инвестиционной активности могут исчезнуть. 2. Неиспользуемая возможность прироста коэффициента

рентабельности собственного капитала за счет привлечения заемных финансовых средств. 3. Дополнительная эмиссия акций несет потенциальную опасность скупки акций сторонними инвесторами и изменения политики предприятия, смены руководства. Несмотря на то что первоначальным источником финансовых ресурсов предприятия выступает собственный капитал, заемный капитал обладает некоторыми преимуществами использования для финансирования в сравнении с собственным капиталом, к которым относятся [5]: 1. Достаточно широкие возможности привлечения дополнительного капитала, особенно при высоком кредитном рейтинге предприятия, наличии залога или поручительства. 2. Издержки по техническому обслуживанию и привлечению для заемного капитала обычно ниже, чем для акционерного (услуги по регистрации, размещению). В Российской Федерации сравнительный анализ транзакционных издержек по привлечению дополнительного капитала практически не проводится [4]. 3. Обеспечение роста финансового потенциала предприятия для увеличения активов при возрастании темпов роста объема продаж. 4. Возможность обеспечить прирост рентабельности собственного капитала за счет эффекта финансового рычага при условии, что рентабельность активов превышает среднюю процентную ставку за кредит. 5. Более низкая стоимость привлечения за счет эффекта «налогового щита», поскольку проценты за банковский кредит при налогообложении прибыли включаются в состав расходов, поэтому уменьшают налогооблагаемую прибыль. 6. Детерминированный уровень доходности: в связи с тем, что ставка процента определена сторонами заранее в фиксированном размере, в то время как уровень доходности собственного капитала формируется в условиях неопределенности (он зависит от уровня финансовых результатов деятельности). 7. Отсутствие права на управление корпорацией владельцами заемного капитала, которое предоставлено собственникам. В то же время использование заемного капитала сопровождается следующими недостатками: 1. Использование заемного капитала генерирует более опасные финансовые риски – риск снижения финансовой устойчивости и потери платежеспособности. Уровень этих рисков возрастает пропорционально росту удельного веса использования заемного капитала. 2. Активы, сформированные за счет заемного капитала, в российских условиях могут генерировать меньшую норму прибыли, которая снижается на сумму выплачиваемого ссудного процента во всех его проявлениях (банковский процент, купонная ставка). 3. Высокая зависимость стоимости заемного капитала от колебаний конъюнктуры на кредитном рынке (особенно при долгосрочном заимствовании средств). 4. Сложность процедуры привлечения заемных средств (особенно в крупных размерах и на срок свыше одного года), так как предоставление кредитных ресурсов зависит от возможностей банков (кредиторов), требующих залога имущества или гарантий других хозяйствующих субъектов. 5. Как правило, предоставление заемных средств осуществляется под залог какого-либо имущества или бизнеса (акций). В силу этого несвоевременная оплата по кредиту приводит к потере предприятия. Примером является переход группы компании «Связной» от ее основателя и владельца М. Ноготкова к О. Малису. Более подробно данная ситуация изложена в российских СМИ1 . При анализе устойчивости финансового положения предприятия особое внимание уделяют сложившемуся соотношению между собственными и заемными источниками финансирования его деятельности. В мировой учетно-аналитической практике сложилась точка зрения, что оптимальное соотношение между собственным и заемным капиталом составляет 50/50 % или 60/40 %. В первом случае исходят из критерия максимизации уровня финансовой рентабельности на основе использования механизма финансового левериджа. Во втором – из критерия минимизации стоимости капитала на основе оценки стоимости собственного и заемного капитала при различных условиях его привлечения и последующем расчете средневзвешенной стоимости всего капитала на основе многовариантных расчетов. Если исходить из расчета средневзвешенной цены капитала, становится очевиден тот факт, что при заданных ценах собственного и заемного капитала основными инструментами регулирования величины средневзвешенной цены капитала являются их доли в общей структуре источников финансирования. Цена собственного капитала практически всегда выше цены заемного

капитала, и с этой точки зрения заемный капитал является более выгодным и дешевым источником финансирования, в противном случае он бы не использовался. Тогда, чем выше доля заемного капитала (увеличивающая более низкое значение цены капитала) и ниже удельный вес собственного капитала, тем меньше средневзвешенная цена капитала. Следовательно, при выборе возможных значений оптимальной структуры капитала, которая максимизирует экономическую рентабельность, необходимо отдать предпочтение удельному весу заемного капитала, равному или близкому к 30–40 % от величины активов. Для расчета оптимальной структуры капитала в практической деятельности можно использовать такой показатель, как «рентабельность/риск», который учитывает как изменение рентабельности собственного капитала, так и уровень финансового риска при различных соотношениях заемного и собственного капитала [8, с. 184]. Уровень финансового риска рассчитывается по формуле: Risk = (Средний уровень процентов по кредитам – Безрисковая ставка)×(ЗК/Активы), где ЗК – заемный капитал. Следовательно, чем выше уровень заемного капитала, тем выше финансовый риск и ниже показатель «Рентабельность/риск». При этом следует помнить и о таком немаловажном факторе, как риск потери предприятия за долги. Однако теоретические рассуждения иногда вступают в противоречие с практикой российских предприятий, что и определяет специфику их управления структурой источников финансирования капитала, которая заключается в следующем: 1. Практика показывает, что российские предприятия, как правило, прибегают к долговому финансированию не с целью минимизации средневзвешенной цены капитала, а при отсутствии нужного объема собственных средств. 2. Процент за кредит в своей значительной доле выплачивается за счет чистой прибыли, следовательно, он по законодательству РФ облагается налогом, что снижает эффективность использования заемного капитала и делает его невыгодным в большинстве случаев. Однако в высокоразвитых странах налог на прибыль выплачивается после процентных платежей, и, таким образом, проценты в налогооблагаемую базу не входят. Поэтому в таких странах привлечение компаниями заемного капитала является более выгодным источником финансирования их деятельности, чем ее развитие за счет собственных источников. Для российских компаний, наоборот, предпочтение отдается собственным средствам при условии их наличия (особенно в целях сохранения финансовой устойчивости). 3. Рост величины долга приводит к уменьшению финансовой устойчивости и риску банкротства предприятия. Поэтому руководители вынуждены всегда делать выбор между снижением цены капитала и потерей финансовой устойчивости предприятия, между возможностью использования заемных средств и издержками на его получение. В результате многие руководители, как правило, склоняются к снижению величины заемного капитала в общей структуре пассивов. Оба этих подхода, а соответственно и рассчитанные на их основе значения апробированы в западных экономических условиях и не в полной мере учитывают особенности отечественного законодательства и условия хозяйствования. В связи с этим специалистам при оценке финансовой устойчивости предприятия следует ориентироваться не столько на достижение неких «оптимальных» значений, сколько на особенности функционирования и профессиональный опыт (осторожность). Необходимо отдельно подчеркнуть, что проблема выбора источников финансирования предпринимательской деятельности становится актуальной в момент стагнации экономики страны или наличия сдерживающих факторов ее развития (например, санкций). В этих условиях необходимо учитывать целый ряд факторов, влияющих на устойчивость деятельности предприятия: 1. Отраслевые особенности деятельности организации, которые определяют структуру активов и их ликвидность. Организации с высоким уровнем фондоемкости производства в силу большой доли внеоборотных активов имеют обычно низкий кредитный рейтинг и вынуждены ориентироваться на собственные источники финансирования капитала. Кроме того, отраслевые особенности определяют продолжительность операционного цикла. Чем короче этот период, тем в большей степени может быть использован заемный капитал. 2. Размер организации. Чем меньше размер хозяйствующего субъекта, тем в большей степени потребность в капитале может быть удовлетворена за счет собственных средств. 3. Цена

капитала, привлекаемого из различных источников. Однако для отдельных источников финансирования цена капитала существенно колеблется в зависимости от формы обеспечения кредита, рейтинга заемщика. 4. Свобода выбора источников финансирования. Не все источники доступны для всех организаций. Так, на средства федерального и местных бюджетов могут рассчитывать лишь отдельные общественно значимые объединения и организации. 5. Конъюнктура рынка капитала. В зависимости от состояния финансового рынка цена заемного капитала поднимается или снижается. При существенном возрастании этого показателя прогнозируемый дифференциал финансового рычага может превратиться в отрицательную величину 6. Уровень налогообложения прибыли. В условиях низких ставок налога на прибыль разница в цене собственного и заемного капитала снижается, поскольку снижается и эффект экономии по налогу на прибыль. При высокой же ставке налогообложения прибыли ситуация меняется в обратную сторону. 7. Мера принимаемого учредителями риска при формировании капитала. Неприятие высоких уровней рисков формирует консервативный подход, при котором основу составляет собственный капитал. И, наоборот, стремление получить в будущем высокую прибыль на собственный капитал, невзирая на высокий уровень риска, формирует агрессивный подход, при котором заемный капитал используется в максимально возможном размере. Степень риска, связанного с тем или иным источником финансирования, определяется помимо прочего величинами издержек по их обслуживанию. Использование финансовых инструментов с фиксированными затратами увеличивает размах колебаний величины прибыли под влиянием экономических и производственных условий. 8. Формирование структуры и качественного состава собственного капитала для обеспечения требуемого уровня контроля за деятельностью организации [6]. Данный фактор определяет обычно пропорции формирования собственного капитала в акционерном обществе, пропорции в объеме подписки на акции, приобретаемые акционерами. 9. Планируемый темп роста объема продаж. Чем он выше, тем выше потребность во внешнем финансировании. При низких значениях темпа прироста внешнее финансирование может не понадобиться, так как все необходимые средства можно получить за счет пропорционального прироста статей пассивов и реинвестированной прибыли. При темпах прироста выше определенного уровня нужны дополнительные источники финансирования, и чем более быстрыми темпами будет расти объем продаж, тем значительнее станет потребность в привлечении внешнего капитала. Это объясняется тем, что увеличение объема продаж обычно требует роста активов, который необходимо обеспечить соответствующим финансированием. 10. Использование производственных мощностей. Если в предыдущем периоде мощности организации были использованы полностью, то для любого существенного увеличения объема продаж в планируемом периоде необходим прирост источников финансирования основного капитала. 11. Капиталоемкость (ресурсоемкость) продукции. Капиталоемкость продукции характеризует стоимость всех активов, приходящихся на 1 рубль объема продаж. Если капиталоемкость низка, то объем продаж может расти быстро, при этом не возникает большой потребности во внешнем финансировании. Если капиталоемкость достаточно высока, то даже незначительный рост выпуска продукции потребует привлечения больших средств из внешних источников [7]. Если у организации могут возникнуть финансовые проблемы при удовлетворении перспективных потребностей в капитале, то ей целесообразно рассмотреть вопрос о снижении уровня капиталоемкости своей продукции. 12. Рентабельность продаж. Чем выше удельная прибыль, тем меньше потребность в средствах извне при прочих равных условиях. Рост рентабельности продаж приводит к росту чистой прибыли организации (при условии, что ставка дивиденда постоянна), следовательно, снижается потребность во внешних источниках финансирования. 13. Дивидендная политика. Особенности дивидендной политики организации влияют на уровень ее потребности во внешних источниках финансирования. Если организация заранее предвидит трудности с наращиванием объема капитала, то целесообразным может быть рассмотрение вопроса о снижении нормы выплаты дивидендов. Вместе с тем, чтобы принимать такие решения, менеджерам следует изучить

возможность влияния снижения дивидендов на рыночную стоимость компании. Если этот фактор малосущественен, то организация может избрать политику выплаты дивидендов по остаточному принципу и в максимальной степени использовать нераспределенную прибыль для удовлетворения потребностей в финансировании. 14. Приемлемый темп прироста активов. Организации, прошедшие этап становления, обычно стараются избегать выпуска акций по двум причинам. Во-первых, из-за высоких эмиссионных затрат, которые не возникают при реинвестировании нераспределенной прибыли. Во-вторых, инвесторы относят проведение дополнительных эмиссий акций к разряду негативных событий. При объявлении организацией о подобной операции курс ее акций понижается и наращивание капитала за счет эмиссии акций становится для организации гораздо более дорогим вариантом, чем использование нераспределенной прибыли. 15. Размер привлекаемых средств. Небольшую сумму можно получить по кредитному договору или по закрытой подписке на акции, тогда как средства на крупномасштабные проекты целесообразно привлекать с помощью публичного размещения акций или облигаций [6]. Учет всех перечисленных факторов позволяет целенаправленно избирать схему финансирования и структуру источников привлечения капитала. Таким образом, эффективное управление источниками предприятия – это непрерывный процесс адаптации к изменениям рыночной конъюнктуры, налогового законодательства, сил конкуренции. Решение о выборе источника финансирования должно быть частью обоснованной стратегии финансирования, в которой учитываются рыночная позиция предприятия, будущие инвестиционные возможности, ожидаемые денежные потоки, дивидендная политика, потребность в финансировании и многие другие факторы. Планы предприятия по привлечению источников финансирования должны сочетаться с прогнозными оценками рисков, прибыли предприятия и ликвидностью бухгалтерского баланса.

ЖУКОВСКАЯ

Вообще, ключевым вопросом при привлечении источников финансирования является определение структуры капитала, т.е. соотношения между собственным и заемным капиталом, долгосрочным и краткосрочным. Следовательно, анализ пассивов должен проводиться с целью оценки рациональности структуры финансирования. При этом при оценке необходимо руководствоваться различными критериями оптимальности и учитывать, что каждый источник имеет свои преимущества и недостатки. Основным преимуществом использования собственного капитала является обеспечение независимости предприятия от кредиторов при формировании активов (финансовой устойчивости), как следствие, снижение риска неплатежеспособности и далее – банкротства. Вместе с тем собственному капиталу присущ ряд недостатков. Это, во-первых, ограниченность привлекаемых средств и, соответственно, расширениямасштабов бизнеса. Во-вторых, существование потенциальной опасности скупки акций сторонними инвесторами при их дополнительной эмиссии, как следствие, изменение политики предприятия, смена руководства. Наконец, более высокая стоимость собственного капитала по сравнению с заемными источниками. К положительным характеристикам заемного капитала относятся следующие. 1. Соответственно более широкие возможности привлечения дополнительных средств, особенно при высоком уровне кредитоспособности заемщика. За счет заемных средств предприятие покрывает временный дефицит денежных средств, связанный с более поздним (по сравнению со сроком потребности в них для оплаты расходов) их поступлением. Это позволяет избежать остановок в деятельности предприятия из-за отсутствия средств и, соответственно, возможных убытков. Кроме того, использование заемных средств позволяет избежать упущенных выгод при нехватке денежных средств в периоды повышенного спроса на продукцию предприятия. Наличие необходимого заемного капитала при ограниченном объеме имеющихся собственных средств позволит профинансировать дополнительный выпуск продукции для удовлетворения возросшего спроса. 2. Заранее установленная

стоимость заемного капитала (например, в виде процента за кредит). Плата за пользование собственного капитала, как правило, не устанавливается. Собственники претендуют на всю максимальную чистую прибыль. 3. Стоимость заемного капитала обычно ниже стоимости собственного капитала. Во-первых, это связано с экономией на налоговых платежах (налоговый щит), поскольку проценты за кредит относятся на расходы предприятия, тем самым уменьшается налогооблагаемая прибыль [4]. Во-вторых, расходы по техническому обслуживанию и привлечению заемного капитала ниже, чем для акционерного, где необходимы, например, услуги по регистрации, размещению акций. В-третьих, ставка процента по кредиту ниже, чем требуемая доходность акционеров. Это вызвано тем, что риск невозврата вложенных средств и получения дохода на них у кредитора ниже, чем у собственника, поскольку заемный капитал, как правило, предоставляется под гарантию или залог. В случае же возникновения ситуации банкротства требования кредиторов удовлетворяются в первую очередь. 4. За счет привлечения заемных источников предприятие получает возможность увеличения прибыли. Заемный капитал позволяет увеличить активы предприятия, что приводит к расширению производства и, как следствие, – росту продаж и прибыли (экстенсивный рост). Заемный капитал также приводит к увеличению прибыли на единицу вложенных средств (интенсивный рост). При условии, что цена привлекаемых заемных ресурсов ниже, чем рентабельность активов, возникает эффект финансового рычага, который заключается в повышении рентабельности собственного капитала. С другой стороны, использование заемного капитала имеет определенные недостатки. Привлечение заемного капитала генерирует финансовые риски (кредитные, процентные, риск неплатежеспособности). Еще одной проблемой является необходимость аккумулирования денежных средств к моменту погашения обязательств, а при их отсутствии – поиск источников их пополнения (например, привлечение новых кредитов). Кроме того, отрицательным является высокая зависимость цены заемных ресурсов от ситуации на финансовом рынке. Еще один параметр, который необходимо учесть при проведении анализа – это сроки привлечения заемных ресурсов. При выборе между долгосрочным и краткосрочным заимствованием предприятие руководствуется различными принципами. Во-первых, это обеспечение соответствия сроков привлечения источников со сроками их размещения в активы. Активы, которые используются в течение длительного времени (внеоборотные активы и, может, определенная часть оборотных), финансируются за счет долгосрочных источников. Для формирования текущих (оборотных) активов используются краткосрочные источники. Еще одним критерием при определении сроков кредитования является необходимость рефинансирования. Очевидно, что краткосрочные кредиты приходится привлекать чаще, чем долгосрочные. Это может создавать дополнительные проблемы для предприятия. Следующий критерий – это цена капитала. Часто процентные ставки по долгосрочным кредитам выше, чем по краткосрочным. Это делает привлекательным краткосрочное заимствование. При проведении анализа пассивных операций необходимо учитывать соблюдение всех перечисленных критериев. В конечном счете выбранная структура финансирования должна обеспечить оптимальное сочетание между уровнем финансовых рисков и рентабельностью собственного капитала, т.е. максимизировать рыночную стоимость предприятия. Анализ источников, безусловно, предполагает изучение их отдельных составляющих. Остановимся на некоторых, особенно важных аспектах такого анализа. При анализе собственного капитала необходимо выявить основные источники его формирования. При этом в составе собственногокапиталацелесообразновыделить три основных элемента: инвестированный, накопленный и оценочный капитал. Инвестированный капитал – это вложения собственников. Он включает в себя уставный капитал, эмиссионный доход. Накопленный капитал представляет собой результат реинвестирования чистой прибыли (резервный капитал, нераспределенная прибыль прошлых лет и отчетного года). Оценочный капитал является результатом переоценки имущества. Такая группировка позволяет выявить, за счет каких источников произошло увеличение собственного капитала – за счет средств

учредителей, за счет инфляции или за счет деловой активности и эффективности деятельности предприятия. Вообще необходимость оценки первоначального капитала и его последующих изменений подтверждается концепцией поддержания капитала, предусмотренной требованиями МСФО. Согласно данной концепции, величина собственного капитала должна сохраняться на неизменном уровне. Только при выполнении данного условия может быть признана полученной в отчетном периоде прибыль. В конечном счете такой анализ позволит оценить способность предприятия к сохранению и наращению капитала. Способность генерировать собственный капитал позволяет также оценить анализ движения капитала. Для этого рассчитывают коэффициенты поступления собственного капитала (доля вновь поступивших средств в величине собственного капитала на конец года) и выбытия собственного капитала (доля использованного в процессе деятельности капитала в величине собственного капитала, с которым предприятие начинало функционировать в начале года). Превышение коэффициента поступления над коэффициентом выбытия означает, что на предприятии происходит наращение собственного капитала. При анализе обязательств ключевым является рассмотрение сроков и условий их погашения. Определяется нормальная и просроченная задолженность, выявляются причины непогашения. При наличии проблем с погашением обязательств анализ должен быть дополнен определением их обоснованности, выявлением обязательств, которые могут быть оспорены или прекращены, выявлением возможности реструктуризации сроков исполнения обязательств. Однако анализ источников финансирования – это только первый шаг в оценке финансового состояния предприятия. В дальнейшем возникает необходимость анализа взаимосвязи источников и активов, в которые они вложены. Целью такого анализа является оценка правильности размещения источников в конкретные виды активов, проверка соблюдения равновесия между ними для обеспечения устойчивого функционирования предприятия. Кроме того, анализ также должен быть далее дополнен сравнением активов и источников с точки зрения оценки наличия и достаточности ликвидных активов для погашения обязательств перед кредиторами (т.е. анализом ликвидности и платежеспособности предприятия).

ТУРЫГИН

Основными источниками собственных средств компании, которые могут быть направлены на инвестиции в основной капитал, являются чистая прибыль и амортизация. Амортизационные отчисления позволяют накапливать средства для последующего реинвестирования с целью замены изношенных объектов основных средств. Чистая прибыль компании формируется за счет операционной, финансовой и прочей деятельности. В качестве источника осуществления инвестиций нераспределенная прибыль обычно обходится компании дешевле, чем выпуск новых акций, связанный с эмиссионными издержками. Рост операционного дохода компании определяется величиной реинвестирования в новые активы и доходом, заработанным на инвестированный капитал [2, с. 381]. Для осуществления инвестиций компания должна использовать нераспределенную прибыль в максимально возможной степени [3, с. 351]. Если компания имеет больше благоприятных инвестиционных возможностей, чем она может профинансировать посредством использования собственных средств, компания может использовать дополнительные ресурсы путем привлечения заемного финансирования. Однако слишком высокий уровень долга приводит к увеличению затрат на его обслуживание и повышению риска неисполнения долговых обязательств и банкротства компании. Величина собственных средств, направляемых на инвестиции в основной капитал, зависит от дивидендной политики компании. Дивидендная политика заключается в распределении чистой прибыли между выплатой дивидендов и ее сохранением в компании с целью увеличения прибыли в результате реинвестирования [4, с. 326]. Дивидендная политика может различаться в зависимости от стадии жизненного цикла, структуры собственности компании, стоимости источников финансирования и других

факторов. Существует несколько теоретических подходов к описанию дивидендной политики. Согласно теории иррелевантности дивидендов Ф. Модильяни и М. Миллера [5], дивидендная политика не оказывает влияния на стоимость акций компании. Допущениями этой модели являются отсутствие налогов и транзакционных издержек. Гипотеза информационного сигнала [6, 7] объясняет рост курсовой стоимости акций при увеличении дивидендных выплат следующим образом. Рост дивидендов выше ожидаемого инвесторами уровня является для них сигналом, что руководство компании рассчитывает на высокую прибыль в будущем. Более высокая ожидаемая прибыль приводит к росту стоимости акций компании. Концепция удовлетворения предпочтений инвесторов [8] рассматривает предпочтения инвесторов как меняющиеся с течением времени. В одни периоды инвесторы предпочитают акции с высоким коэффициентом дивидендных выплат, в другие — акции с низким коэффициентом дивидендных выплат и высоким потенциалом роста компании. Согласно модели Дж. Линтнера [9], при определении величины дивидендов менеджеры ориентируются не на абсолютное значение дивидендных выплат, а на их долю от чистой прибыли. Отставание темпов роста дивидендов от темпов роста рост чистой прибыли в большинстве случаев объясняется неуверенностью руководства в возможности получения высокого дохода в будущем. Если в будущем произойдет снижение прибыли, то это потребует снижения дивидендов, что будет негативно воспринято акционерами. М. Гордон предположил, что исходя из принципа минимизации риска, инвесторы предпочитают текущие дивидендные выплаты будущему доходу в виде прироста стоимости акций компании [10]. Рассматриваемый в рамках агентской теории конфликт интересов между акционерами и менеджерами может быть смягчен, если компания выплачивает высокие дивиденды, так как в этом случае работа высшего менеджмента становится более прозрачной и возрастает возможность контроля со стороны акционеров [11, 12]. Исследование Рамалингеговда, Ванга Ю показывает, что дивиденды отрицательно влияют на величину инвестиций [13]. Компании развитых рынков стремятся поддерживать дивидендные выплаты на стабильном уровне, что подтверждается рядом исследований [14–16]. На основе данных по компаниям США Ю. Фамой и К. Фрэнчеем [17] было установлено что основными факторами, оказывающими влияние на величину дивидендных выплат, являются размер компании, уровень ее рентабельности и инвестиционные возможности. Более крупные и более рентабельные компании выплачивают дивиденды с большей вероятностью. В исследовании В. Айвазяна [18] с использованием данных по компаниям США и стран с развивающимися рынками (Южная Корея, Индия, Турция, Малайзия, Таиланд, Пакистан, Иордания, Зимбабве) делается вывод, что дивидендные выплаты увеличиваются при росте рентабельности собственного капитала и снижаются при увеличении уровня долга. Характерной чертой стран с высоким уровнем дохода в период после кризиса 2008−2009 гг. является неготовность компаний принимать экономические риски. Хотя прибыль может быть высокой, инвестиции остаются низкими. Менеджмент и владельцы большинства компаний не проявляют заинтересованности в ее росте и выплачивают большую часть прибыли в виде дивидендов [19, с. 125].

БУРЫКИН

При выборе форм источников финансирования предприятиям необходимо придерживаться следующих принципов: – учет перспектив развития производственноэкономической деятельности предприятия; – выделение в общем объеме финансовых ресурсов инвестиционной части; – обеспечение оптимальной структуры источников финансирования с позиции обеспечения эффективности деятельности; – минимизация стоимости привлечения финансовых ресурсов по каждому из источников формирования. Большинство предприятий при выборе источников, как правило, не привлекают заемных средств, стараясь обходиться собственными финансовыми ресурсами, к которым, в частности, относятся: выручка от реализации продукции, извлекаемая из этой выручки и распределенная по различным

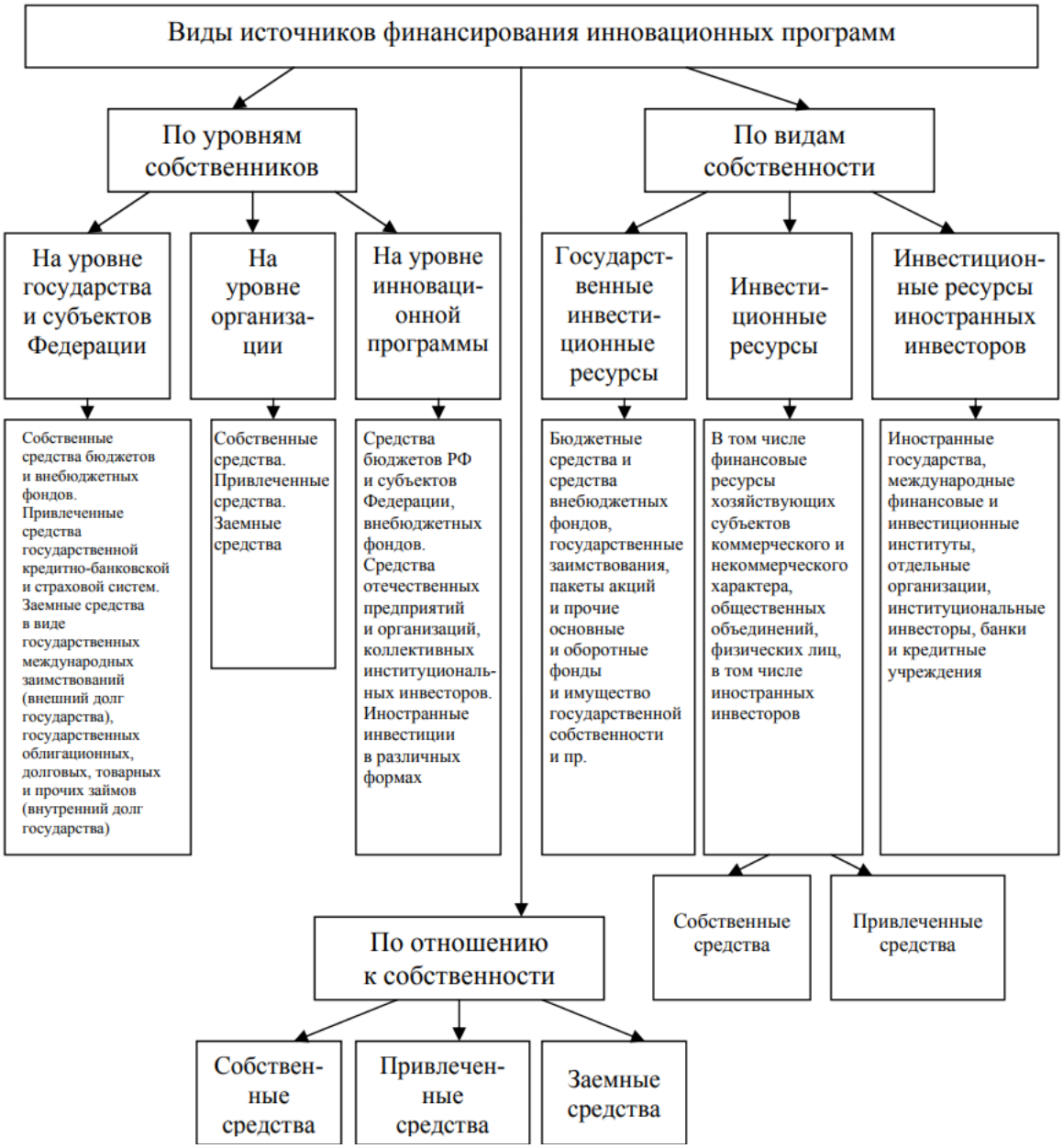
фондам прибыль и амортизационные отчисления [7]. Внутренние ресурсы имеют ряд достоинств: – простота привлечения собственных средств за счет внутренних источников их формирования; – свободное использование прибыли в различных сферах деятельности; – высокий уровень финансовой устойчивости предприятия. При этом существует и ряд недостатков, сужающих область использования собственных финансовых ресурсов, в результате чего предприятия не только не получают планируемой прибыли, но и несут значительные убытки: – ограниченность объема собственных ресурсов не дает возможности вести эффективную инвестиционную деятельность; – использование только собственных финансовых средств ограничивает гибкость при принятии решений, поскольку объема финансов недостаточно для обеспечения производственной деятельности в периоды роста объемов заказов; – использование заемных средств повышает ответственность руководителей за целенаправленное расходование финансов, так как оно контролируется заимодавцем; – при использовании заемных средств риск получения убытков диверсифицируется между заемщиком и заимодавцем (в виде риска невозврата

ГУЗЕЛЬБАЕВА

Результаты анализа выявили, что в современных рыночных условиях хозяйствования, оптимальная структура капитала коммерческих организаций формируется в сопровождении множества противоречий. Особенно показательно это видно на примере, когда одна организация, в ситуации при ярко выраженной неудовлетворительной структуре баланса и плохой эффективности, продолжает увеличивать в своей структуре баланса заемные источники, а другая организация, которая успешно функционирует на рынке, но испытывает необходимость для дальнейшего развития в заемных средствах, вынуждена довольствоваться собственным финансированием. Использование собственного финансирования зачастую весьма ограничено и во многом зависит от избранной организацией политики распределения чистой прибыли и амортизации. Составление оптимальной организационной структуры в разрезе источников финансирования, которая формируется с помощью критериев денежного оборота, оптимального объема ресурсов, максимизации прибыли, уменьшения финансовых рисков и др., носит достаточно общий характер. Этот факт делает построение эффективной стратегии управления источниками финансирования предприятия более сложным, так как вопрос выбора критериев оптимальной структуры капитала остаётся открытым. На стадии выбора наиболее рациональной для конкретного предприятия структуры источников финансирования его деятельности важно обратить внимание на следующие факторы: минимизация цены предприятия на каждой стадии кругооборота капитала; уменьшение издержек, возникающих на единицу созданной стоимости, при ускорении или замедлении скорости оборота активов, капитала как составляющего элемента активов[1]. Принимая во внимание указанные выше обстоятельства, можно предположить, что, используемые в нынешних реалиях, подходы к построению оптимальной структуры капитала промышленных предприятий, имеют возможность быть более усовершенствованы, в первую очередь, за счет доработки базовых постулатов формирования рациональной структуры, а если точнее, за счет соотношения между собственным и заемным капиталом, которое именуется в практике коэффициентом финансового рычага [2]. Не отходя от практики применения коэффициента финансового рычага, введем следующее соотношение, которое предлагаем обозначить как среднерыночный индекс стоимости источников финансирования (Mrc): Mrc = ЕСС/ОСс, где: ЕСС — стоимость заемного капитала, %; ОСс стоимость собственного капитала, %. При формировании Mrc мы исходили из следующих допущений и доказательств: Влияние ставки рефинансирования и процентной ставки по заемным источникам носит прямой характер на величину средневзвешенной стоимости: каждое снижение вызывает соответствующее уменьшение стоимости при прочих равных условиях. Влияние ставки налогообложения носит обратный характер на величину средневзвешенной стоимости: каждое процентное снижение ставки вызывает соответствующий рост средневзвешенной стоимости капитала[2]. Принимая во внимание принадлежность размера

ставки рефинансирования и налогообложения к макроэкономическим показателям, которые не зависят от деятельности предприятия, можно предположить, что единственным значением, которое возможно регулировать и, способное качественно оптимизировать величину стоимости капитала, является процентная ставка, иными словами стоимость источника финансирования. Отличительным признаком Mrc от традиционного коэффициента финансового рычага является использование в качестве составных компонентов (числителя и знаменателя) среднерыночной стоимости источника финансирования (процентная ставка по кредитам, а при невозможности оценки — уровень дивидендных выплат или рентабельность и т.д.). Значение Mrc отражает, во сколько раз стоимость собственного капитала ниже рыночной стоимости капитала заемного. Следовательно, структура капитала, формирующаяся на основе применения Mrc, более приемлема и целесообразна для применения в стремительно меняющихся условиях современной рыночной среды. Потенциал, который содержится формулах, рассмотренных выше, можно значительно расширить и использовать в дальнейшем при формировании модели принятия решений по поводу выбора конкретного источника финансирования предприятия и целесообразности его последующего увеличения или уменьшения.

НОВИКОВ



НОВИКОВ

Финансирование инновационной деятельности реализуется в определенных формах. Рассмотрим их далее. Государственное финансирование. Государство принимает на себя большую часть финансирования инновационных программ развития производственной и социальной инфраструктуры. В настоящее время оно направляет до 80% инвестиционных ресурсов, концентрированных в федеральном бюджете, на удовлетворение неотложных потребностей социальной сферы: жилищного строительства, здравоохранения, культуры, науки. Оставшиеся 20% централизованных инвестиционных ресурсов используются на стимулирование частных отечественных и иностранных инвестиций в производственной сфере. Инвестиции коллективных инвесторов. Они состоят из привлекаемых средств и основных источников финансирования инновационных программ. Первые представляют собой средства юридических и физических лиц, включающие различные виды, объединения их свободных средств, которые могут быть инвестированы. Вторые включают, во-первых, инвестиционные ресурсы коллективных инвесторов, в том числе инвестиционных компаний, паевых инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов; во-вторых, — инвестиционные ресурсы страховых компаний. Акционерное финансирование. Данная

форма доступна для предприятий, организованных Там же. Источник: приложение № 2 к подпрограмме «Развитие в Чувашской Республике биои нанотехнологий» Республиканской комплексной программы инновационного развития Чувашской Республики на 2006—2010 годы. Рис. 1. Финансирование развития наноиндустрии за счет средств федерального бюджета* 0 10 20 30 40 2007 2008 2009 2010 2011 qɷɛɦɜə Ɣɐɟ «Ɋəɡɜɕɫɡ ɕɧʒɪə ɦɪʎɪɵ ɧəɧɪɕɧɛɫɦɪɕɕ ɧə 2008–2010 ɜɪɛɵ» ¢ɫɷɜɪ ɕɡ ʒɷɛɪə ɥœɧɪɜɪ ɛɸɛɡɷɫə Łɪɛɵ Ɛɥɪɛ ɪɫɛ. * Данные без учета финансирования Российской корпорацией нанотехнологий. в форме закрытого или открытого акционерного общества. Позволяет аккумулировать крупные финансовые ресурсы путем размещения акций среди неограниченного круга инвесторов (получение денег от покупателей акций на неопределенное время) для осуществления перспективных инновационных проектов. Посредством эмиссии ценных бумаг производится замена инвестиционного кредита рыночными долговыми и акционерными обязательствами, что способствует оптимизации структуры финансовых ресурсов, инвестируемых в инновационный проект. Для определения номинальной суммы эмиссии ценных бумаг используют следующие показатели: — объем финансовых ресурсов, необходимых для реализации инновационного проекта; — ожидаемый прирост капитала и размер дивидендов по акциям; — величина денежных поступлений, которую рассчитывает получить эмитент при размещении акций. Банковские кредиты. Коммерческие банки финансируют инновационные проекты, обладающие: — реальными сроками окупаемости (они меньше срока реализации проекта); — источниками возврата предоставляемых финансовых средств, — обеспечивающие значительный прирост инвестируемого капитала. Венчурное финансирование. Венчурное финансирование осуществляется фондами риск-капитала путем предоставления денежных ресурсов на беспроцентной основе без гарантий их возврата. Снижения рисков при венчурном финансировании удается достичь при тщательном отборе проектов, а также за счет одновременного вложения средств в несколько инновационных проектов, находящихся на разных стадиях реализации. Существуют особенности деятельности венчурных фондов по финансированию инновационных проектов: — инвесторы готовы к потере своего капитала (не требуют залоговых гарантий возврата предоставленных средств); — риск-капитал предоставляется на длительный срок (5—7 лет) без права его изъятия; — риск-капитал размещается только в форме акционерного капитала. Риск венчурных инвесторов велик, однако в случае удачи он компенсируется сверхприбылью. Полный цикл жизни венчурного предприятия состоит из нескольких этапов. Источник: разработано автором. Рис. 3. Структура источников финансирования инновационных программ

1. Предстартовый: − зарождение (seed) − разработка новых технологий, продукции, услуг (это только проект или бизнес-идея, которую необходимо профинансировать для проведения дополнительных исследований или создания пилотных образцов продукции перед выходом на рынок); − начальный этап − оформление технической документации (получение патента и прочая защита прав интеллектуальной собственности), выпуск опытного образца. 2. Стартовый (start up) − недавно образованная компания (обычно нуждается в дополнительном финансировании для проведения научно-исследовательских работ и организации начала продаж). 3. Начальная стадия (early stage) − компания, имеющая готовую продукцию и находящаяся в самом начале ее реализации. Такие компании могут не иметь прибыли и, кроме того, могут требовать дополнительного финансирования для завершения научно-исследовательских работ. 4. Расширение (expansion) − компании, которым требуются дополнительные вложения для финансирования своей деятельности. Инвестиции могут быть использованы ими для расширения объемов производства и сбыта, проведения дополнительных маркетинговых изысканий, увеличения основных фондов или рабочего капитала. 5. Зрелость. 6. Угасание. 7. Ликвидация предприятия. Финансировать на профессиональной основе предприятия на первых четырех этапах деятельности — значит осуществлять венчурное финансирование. Инвестиции в данной отрасли и являются

венчурным капиталом (venture capital). Венчурный капитал — это инвестиции в новый, только создаваемый бизнес с привлекательными перспективами роста, который не имеет доступа на фондовый рынок. В полной мере это относится к товаропроизводителям, использующим нанотехнологии. В финансовой сфере роль венчурного капитала состоит в следующем: − аккумуляция финансовых ресурсов как юридических, так и физических лиц. Это дает возможность, во-первых, привлечь дополнительные инвестиции в перспективные, наукоемкие отрасли; во-вторых, изъять из обращения часть наличных денежных средств и таким образом снизить давление на товарный и денежные рынки, стабилизировать курс национальной валюты; − норма прибыли в венчурном бизнесе выше, чем средняя по экономике. Это позволяет привлечь иностранный капитал, денежные средства отечественных инвесторов, что значительно улучшает положение на финансовом рынке страны; − субъекты венчурной деятельности участвуют в формировании доходов бюджета. С развитием венчурной деятельности, ростом доходов ее участников увеличиваются и доходы бюджета (в форме налогов); − наряду с бюджетным венчурный механизм становится еще одним способом перераспределения финансовых ресурсов в масштабах экономики благодаря определенным преимуществам: оперативность, отсутствие лоббирования и субъективистских подходов в распределении финансовых ресурсов. Практически в большинстве случаев это финансирование инновационных производств. Кроме того, инвестиции венчурных фондов и компаний могут быть использованы в следующих случаях: • bridge financing («наведение моста»). Этот тип финансирования предназначен для компаний, преобразуемых из частных в открытые акционерные общества и пытающихся зарегистрировать свои акции на фондовой бирже; • management Buy-Out («выкуп управляющими»). Инвестиции, предоставляемые управляющим и инвесторам существующей компании для приобретения ими действующих производств или бизнеса в целом; • management Buy-In («выкуп управляющими со стороны»). Финансовые ресурсы, предоставляемые венчурным инвестором управляющему или группе управляющих со стороны для приобретения ими компании; • turnaround («переворот»). Финансирование компаний, испытывающих те или иные проблемы в своей деятельности с целью обретения стабильности и более прочного финансового положения; • replacement Capital («замещающий капитал»), или Secondary Purchase («вторичная покупка»). Приобретение акций действующей компании другим венчурным институтом или другим акционером/акционерами. В настоящее время в России инвестиции осуществляются преимущественно в компании первой группы. Последние пять типов финансирования практически не представлены на венчурном рынке. Лизинг. Это один из способов эффективной инвестиционной деятельности, вид предпринимательской деятельности, направленной на вложение временно свободных или привлеченных финансовых средств по договору финансовой аренды (лизинга). Лизинговые компании (фирмы) создаются как коммерческие организации, выполняют функции лизингодателей. Финансирование приобретения лизингового имущества осуществляется лизинговыми компаниями за счет собственных или заемных средств. Форфейтинг является операцией по трансформации коммерческого кредита в банковский с помощью ценной бумаги − векселя. Величина кредитного риска, зависящая от надежности векселедателя, влияет на ставку дисконта, по которой векселя учитываются банком. Кредитование по схеме форфейтинга является среднесрочным (от одного года до семи лет). Иностранные инвестиции. Привлечение иностранных инвестиций в отечественную экономику в качестве источника финансирования инновационных программ сталкивается с рядом проблем, обусловленных низким финансовым международным рейтингом, связанным со значительной политической, экономической и законодательной нестабильностью инновационной сферы в нашей стране. Основные формы инвестиций иностранного капитала в отечественную экономику включают вложения в форме: • государственных заимствований РФ, образующих государственный долг РФ, вкладов зарубежных государств и международных финансовых институтов; • вкладов в акционерный капитал российских организаций; • вкладов в ценные бумаги, в том числе государственные, а также в бумаги корпоративных и институциональных эмитентов; •

иностранных кредитов; • лизинговых кредитов, позволяющих отечественной экономике (организациям) получить наиболее современную технику и технологии; • финансовых кредитов российским организациям. Наиболее распространенной формой являются инвестиции в акционерный капитал, в государственные и корпоративные ценные бумаги. Смешанное финансирование реализуется привлечением финансовых средств, необходимых для проведения в жизнь инновационных проектов, из нескольких источников. В механизме финансирования инновационной деятельности кроме форм в специальной литературе выделяют еще виды источников финансирования инноваций, в частности внутренние и внешние. В странах с развитой рыночной экономикой к внутренним источникам относят выпуск псевдоакций, реализацию программ ESOP — плана приобретения служащими акций компании, введение внутренних грантов, выделение времени на проведение инновационных разработок, использование бюджетов производственных подразделений [4, с. 31]. Огромную роль во всем мире играют внешние источники финансирования инноваций, предоставляемые венчурным инвестором. Для их активизации в настоящее время в России создано и продолжает развиваться государственно-частное партнерство, при котором государственные ресурсы выступают рычагом для привлечения частных средств. Большое значение в совершенствовании форм и видов источников прямого финансирования наноиндустрии имеют разработки экономистов. Так, Е.А. Матченко выделяет 10 механизмов поддержки нанотехнологий: 1) финансирование фундаментальных долгосрочных исследований, в том числе участие в проектах с высокими рисками, а также содействие образованию и профессиональной подготовке специалистов в области нанотехнологий; 2) координация деятельности государственных и частных исследований; 3) изучение и мониторинг темпов глобального развития рынка нанотехнологий, конкуренции на мировом инновационном рынке; 4) поддержка реалистичных проектов; 5) организация изучения социальных, правовых, этических, экологических последствий от использования нанопродукции; 6) пересмотр мер по защите объектов интеллектуальной собственности, а также создание унифицированной классификации нанопродукции для облегчения процесса патентования и защиты прав собственности объектов и материалов нанопродукции медицинского и иного назначения; 7) создание и реализация программы привлечения зарубежных специалистов, ученых, студентов с целью развития отрасли; 8) формирование инфраструктуры; 9) организация потребления продукции нанотехнологий на внутреннем рынке страны; 10) качественное и своевременное информационное обеспечение положения на рынке, снабжение экономической информацией потенциальных инвесторов3 .

МЕРЗЛОВ

Одним из факторов конкурентоспособности предприятия является наличие денежного потока, позволяющего не только поддерживать существующий уровень, но и обеспечивать своевременную реализацию мероприятий, повышающих общий конкурентный уровень. Одним из наиболее распространённых примеров таких мероприятий является инвестиционный проект. Следует отметить, что на практике при обсуждении вопросов финансирования инвестиционных проектов ряд топ-менеджеров отечественных предприятий часто использует один из двух тезисов: 1) Если есть собственные ресурсы, то лучше к заёмному финансированию не прибегать. А если собственных ресурсов не хватает для реализации инвестиционного проекта, то лучше и не начинать. «Берёшь чужие деньги, отдаёшь свои», говорят такие топ-менеджеры. Наверно, такая точка зрения имеет право на существование, но при этом мы понимаем, что предприятие само себя ограничивает в перспективах дальнейшего развития и наращивании своего конкурентного потенциала. Теория финансового менеджмента говорит нам, что финансовое плечо в определенных пределах может и должно использоваться предприятием – это основная посылка, из которой мы исходим. 2) Ряд менеджеров, которые не разделяют вышеуказанной позиции, могут придерживаться следующего – срок привлекаемого заёмного финансирования (например, в

форме кредита) должен быть не меньше срока окупаемости инвестиционного проекта. Безусловно, они правы и это есть самая легкая задача: прийти в банк, оформить кредит, например, на десять лет, имея расчетный срок окупаемости лет семь. В таком случае, достаточно владеть подходами к оценке инвестиционных проектов, удачно презентовать свой бизнес-план в банке и здесь отсутствует всякий смысл моделировать различные варианты использования тех или иных инструментов внешнего финансирования. Принимая же во внимание дефицит «длинных» ресурсов в отечественной банковской системе, а также ставя задачу минимизировать стоимость обслуживания заёмного капитала для инициатора инвестиционного проекта, мы понимаем, что необходимо раскрыть особенности и владеть тем имеющимся в настоящее время в отечественной банковской системе инструментарием, который позволяет и обеспечить финансирование инвестиционного проекта, и минимизировать стоимость этого финансирования. Под финансированием проекта мы понимаем обеспечение проекта инвестиционными ресурсами (в том числе – денежными средствами, прочими инвестициями (основными и оборотными средствами, имущественными правами и нематериальными активами, кредитами, займами, правами землепользования и пр.)). При этом основными стадиями организации финансирования инвестиционного проекта являются следующие: 1) Анализ жизнеспособности проекта (определение целесообразности проекта по затратам и планируемой прибыли). 2) Разработка плана реализации проекта (оценка рисков, ресурсное обеспечение и т.д.). 3) Организация финансирования, в том числе оценка возможных форм финансирования и выбор конкретной формы или их комбинации, определение финансирующих организаций, определение структуры источников финансирования, контроль выполнения плана и условий финансирования. В наиболее общем виде система финансирования инвестиционных проектов должна включать в себя два элемента: ⎫ источники финансирования; ⎫ организационные формы финансирования. Сам процесс финансирования проектов, как уже отмечалось, может осуществляться трёмя способами: ⎫ самофинансирование, предполагающее использование в качестве источника финансирования собственные средства инвестора; ⎫ использование заёмных средств; ⎫ сочетание собственных и заёмных средств. При этом мы исходим из того, что наиболее приемлемым для предприятия (как с точки зрения риска, так и с точки зрения эффективности) является сочетание использования собственных и заёмных средств. Общепризнанной является классификация источников: внутренние и внешние. Соответственно, всё многообразие внешних источников свидетельствует об актуальности рассмотрения и анализа именно их. При этом среди всех внешних источников финансирования инвестиционных проектов целесообразно выделить 3 основных группы: 1) Инструменты частного заёмного (долгового) финансирования инвестиционных проектов. В рамках данной группы рассматриваются кредит, лизинг, инструменты экспортно-импортного финансирования, проектное финансирование и структурные продукты. 2) Инструменты публичного заёмного (долгового) финансирования инвестиционных проектов. В рамках данной группы рассматриваются выпуск облигаций и кредитных нот. 3) Инструменты публичного акционерного (долевого) финансирования инвестиционных проектов. В рамках данной группы рассматриваются частное, первичное и вторичные размещения акций на фондовом рынке. Стратегия финансового развития предприятия может строиться на практическом применении рассмотренных выше трёх групп инструментов финансирования. При этом управление конкурентоспособностью предприятия, осуществляющего инвестиционный проект, заключается в построении оптимальной комбинации рассмотренных инструментов финансирования, позволяющих минимизировать стоимость обслуживания заёмного капитала при сохранении утверждённой стратегии развития предприятия в целом. Следовательно, применение тех или иных конкретных инструментов финансирования зависит не только от содержания самого инвестиционного проекта, но и от стадии жизненного цикла, в котором находится само предприятие. Необходимо понимать, что указанные взаимосвязи являются достаточно условными и в ряде случаев возможны некоторые структурные «сдвиги» в приведённой зависимости. Например,

облигационные займы, кредитные ноты, частное размещение могут реализовываться также и на этапе развития, и на этапе реструктуризации. В связи с этим приведённая таблица может использоваться в сочетании со следующим принципом: все доступные инструменты финансирования находятся в определенной иерархии по отношению друг к другу. Этот принцип формализуется в Пирамиде стратегии финансового развития предприятия (рис.1). Приведённая Пирамида призвана показать, что каждый инструмент последующего уровня основывается на практическом применении предыдущих. При этом одновременное использование инструментов разного уровня призвано лишь дополнить, диверсифицировать источники привлечения заёмных средств и дать предприятию оптимальную финансовую гибкость.