

УДК 658.14:336.7

## ФОРМИРОВАНИЕ СТРУКТУРЫ ИСТОЧНИКОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ ОБОРОТНОГО КАПИТАЛА РОССИЙСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ: РЕАЛИИ И ВЕКТОРЫ РАЗВИТИЯ

И. В. ДЕГТЯРЕВА<sup>1</sup>, О. И. ШАЛИНА<sup>2</sup>, А. В. МАРЬИНА<sup>3</sup>

<sup>1</sup> degtjareva@mail.rb.ru, <sup>2</sup> olenkash@bk.ru, <sup>3</sup> alemar@mail.ru

ФГБОУ ВПО «Уфимский государственный авиационный технический университет» (УГАТУ)

Поступила в редакцию 17.12.2013

**Аннотация.** Рассматриваются источники финансирования оборотного капитала через инструменты денежного рынка в разрезе облигационных и вексельных заимствований, а также привлечения краткосрочных кредитов. На основе современной статистической информации проведен комплексный анализ развития облигационного, вексельного, кредитного рынков РФ, приведены основные этапы, показатели и проблемы их развития. Определены факторы, влияющие на структуру заемного капитала для финансирования оборотных средств.

**Ключевые слова:** оборотный капитал; финансирование; денежный рынок; облигации; векселя; кредиты, факторы.

Деловая активность предприятия зависит от наличия у него сырья, материалов, услуг, необходимых для производства товаров, а также денежных средств для оплаты при покупке этих ресурсов. Политика управления оборотным капиталом направлена на определение объема и структуры текущих активов, источников их покрытия и соотношения между ними, достаточного для обеспечения долгосрочной производственной и эффективной финансовой деятельности предприятия. Размер и структура оборотного капитала варьируются в зависимости от отраслевой принадлежности предприятия, подвергаются сезонным и циклическим колебаниям, а также зависят от эффективности стратегии управления оборотным капиталом.

Динамика оборотных активов российских организаций носит положительный характер. По данным ЕМИСС<sup>1</sup> по состоянию на 1 января

2013 г. величина оборотных активов российских организаций составила 52,8 трлн руб., что в 2,79 раза больше, чем на аналогичную дату 2007 г. (18,9 трлн руб.). На фоне этого происходит плавное падение коэффициента обеспеченности российских предприятий собственными оборотными средствами<sup>2</sup>: на 1 января 2013 г. его значение составило минус 17,87 %, на 1 января 2007 г. – минус 11,49 %. В структуре источников финансирования организаций собственные оборотные средства составили в 2013 г. 64,76%, в 2011 г. – 72,19 %.

При успешном ведении бизнеса поток финансовых средств от продаж готовых товаров примерно соответствует основным потребностям в средствах для продолжения деятельности. Однако некоторые товары и ресурсы, необходимые с коммерческой точки зрения, должны составлять резерв. Например, для бесперебойности производства требуется наличие запасов сырья и материалов, а продажи требуют наличия запасов готовой продукции для осуществ-

---

Исследование выполнено при финансовой поддержке РФФИ, проект №13-06-0068А «Воспроизводство оборотного капитала промышленных предприятий в современных условиях инновационного развития и пути повышения его эффективности».

<sup>1</sup> Здесь и далее в этом разделе приводятся и анализируются данные Единой межведомственной информационно-статистической системы, размещен-

---

ные на сайте [www.fedstat.ru](http://www.fedstat.ru) (дата обращения 12.01.2014).

<sup>2</sup> Рассчитывается как отношение собственных оборотных средств к фактической стоимости всех оборотных средств, находящихся в наличии у организации (нормальное ограничение 10 %).

ления поставок. Следует также учитывать, что в основном продажи готовой продукции производятся в кредит и денежные поступления отсрочены по времени, а покупка ресурсов также может осуществляться на условиях кредита, который необходимо погашать, т. е. предприятие должно обладать достаточным уровнем ликвидности.

Наиболее ликвидная часть текущих активов – это денежные средства и ценные бумаги. Определенные суммы в виде наличных денежных средств необходимы для использования в случае возникновения неожиданных событий, потребностей или возможностей. Наличные средства сверх предполагаемых потребностей, при правильном контроле и регулировании денежных операций, должны быть инвестированы в ликвидные ценные бумаги типа государственных облигаций и ценных бумаг, выпущенных другими предприятиями или местными органами власти.

Если собственных оборотных средств для осуществления текущей деятельности у предприятия недостаточно, то оно использует краткосрочные банковские ссуды или другие инструменты и приемы краткосрочного финансирования. Так, в структуре источников финансирования организаций в 1 квартале 2013 г. кредитные и заемные средства составили 22,65 %, финансовые средства клиентов 11,36 %. Формы привлечения средств тесно связаны с размером предприятия. Для небольших фирм банковские кредиты – практически единственный способ получения внешнего финансирования. Привлечение средств через рынок ценных бумаг осуществляется преимущественно крупнейшими корпорациями.

Формирование политики управления оборотным капиталом тесно связано с финансовым рынком, на котором компания, с одной стороны, осуществляя краткосрочное заимствование в виде кредитов или в форме выпуска собственных долговых обязательств, прежде всего облигаций, выступает как заемщик и эмитент. С другой стороны, размещая временно свободные денежные средства в приносящие доход ликвидные ценные бумаги, – в качестве инвестора.

Финансовый рынок по его роли в финансировании производства в реальном секторе экономики принято подразделять на два больших сегмента: рынок капитала и денежный рынок. Рынок капитала, на котором обращаются средне- и долгосрочные финансовые инструменты, позволяет предприятиям мобилизовать средства для приобретения основного капитала. Денеж-

ный рынок через краткосрочные инструменты (сроком обращения менее 1 г.) дает возможность реальному сектору экономики привлекать ресурсы для финансирования оборотного капитала.

В узком понимании денежный рынок служит для предоставления и получения краткосрочных (сроком до 1 г.) кредитов. В более широком понимании к инструментам денежного рынка помимо коммерческих кредитов относят также межбанковские кредиты (МБК), депозитные сертификаты, сберегательные сертификаты, векселя, государственные краткосрочные ценные бумаги.

Настоящее исследование посвящено оценке текущего состояния российского денежного рынка и его возможностей для финансирования оборотного капитала предприятий через такие инструменты, как облигации, векселя и краткосрочные кредиты.

#### **СОСТОЯНИЕ РОССИЙСКОГО РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ КАК ИСТОЧНИКА ФИНАНСИРОВАНИЯ ОБОРОТНОГО КАПИТАЛА КОМПАНИИ**

В развитых странах мира в структуре источников финансирования капитала предприятий через рынок ценных бумаг облигационные займы составляют более 70%. Облигации как долговая ценная бумага позволяют эмитентам привлекать крупные суммы денежных средств, однако в виду их эмиссионного характера, согласно действующему законодательству (ФЗ «О рынке ценных бумаг»), требуют от эмитента прохождения установленной процедуры эмиссии, сопровождающейся сбором и подготовкой соответствующих документов и необходимостью раскрытия информации.

Эксперты выделяют три основных этапа развития рынка биржевых облигаций в России:

1-й этап (начальный). Ограниченный круг эмитентов и только биржевое обращение облигаций, срок обращения – не более 1 г.

2-й этап (с конца 2008 г. по конец 2012 г.). Расширенный круг эмитентов облигаций, только биржевое обращение облигаций, срок обращения не более 3-х лет. Для начала вторичного обращения облигаций необходимо полностью завершить их размещение, либо должен истечь срок их размещения.

3-й этап (конец 2012 г.). Снято ограничение по кругу возможных эмитентов облигаций<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Единственное ограничение – выпуск облигаций хозяйственным обществом допускается только по-

Сняты ограничения по раскрытию проспекта эмиссии<sup>4</sup> по обращению облигаций только на бирже, а также на срок обращения облигаций. В настоящий момент в результате последовательного реформирования как законодательства, так и требований самих бирж, существенно облегчена процедура выпуска и обращения облигаций на территории РФ. Эмиссия биржевых облигаций осуществляется без государственной регистрации.

В настоящее время к эмитенту биржевых облигаций предъявляются следующие нормативные требования:

- размещение облигаций путем открытой подписки на торгах фондовой биржи, а обращение – только после полной оплаты;
- эмитент облигаций должен работать на рынке не менее трех лет и иметь утвержденную годовую бухгалтерскую отчетность за два завершенных финансовых года;
- облигации не предоставляют их владельцам иных прав, кроме права на получение номинальной стоимости либо номинальной стоимости и процента от номинальной стоимости;
- облигации выпускаются в документарной форме на предъявителя с обязательным централизованным хранением их сертификатов в расчетном депозитарии;
- оплата облигаций при их размещении, а также выплата номинальной стоимости и процентов по облигациям осуществляются только денежными средствами<sup>5</sup> [1].

На российском рынке облигаций наблюдается тенденция по сокращению количества эмитентов облигаций, с одновременным увеличением объема и частоты их размещений. Так, количество эмитентов «рыночных» облигаций в течение последних пяти лет (с 2007 по 2012 гг.) снизилось с 465 до 292 эмитентов (на 37,2 %). При этом количество выпусков облигаций за этот период увеличилось с 607 до 767 (на 26 %), а объем внутреннего рынка вырос соответственно с 1272 до 4166 млрд руб. (на 228 %). В 2012 г. 179 эмитентов разместили 229 новых

выпусков облигаций на общую сумму 1105 млрд руб.<sup>6</sup>

Постепенно растет и объем торгов (биржевых и внебиржевых) корпоративными облигациями: по данным Сbonds он увеличился за последние пять лет на 81 %, в то же время растет и количество биржевых сделок по облигациям – в 2007 г. их доля в суммарном объеме сделок составляла 74 %, в 2012 г. – уже 84 %<sup>7</sup>. В 2012 г. в котировальных списках Московской биржи числилось 212 эмитентов и 495 выпусков облигаций с объемом торгов 5318 млрд руб. (в 2007 г. эти показатели составляли 149 эмитентов, 207 выпусков, 2716 млрд руб.). Самыми «торгуемыми» на Московской бирже являются облигации эмитентов ОАО «АК «Транснефть», ОАО «Банк ВТБ», ОАО «РЖД», ОАО «ФСК ЕЭС», ОАО «Внешэкономбанк», ОАО «Газпромбанк».

В 2012 г. только 6 эмитентов из общего количества нарушили свои обязательства по исполнению обязательств; для сравнения – в посткризисном 2009 г. таких эмитентов было 110.

Что касается корпоративных еврооблигаций, то в 2012 г. общий объем их выпуска достиг 149,5 млрд дол., что составляет 53 % всего объема корпоративных заимствований.

Таким образом, хотя внутренний рынок корпоративных облигаций и имеет тенденции к увеличению (с 30 % (2005 г.) до 47 % (2012 г.)), большинство облигационных займов российские корпорации предпочитают делать за рубежом. Кроме того, при сопоставлении внутреннего рынка облигаций с ВВП страны (6,7 % в 2012 г.), можно констатировать, что рынок облигаций России по своим объемам является крайне незначительным.

Средневзвешенная доходность к погашению корпоративных облигаций по Индексу MICEX CBI TR в течение 2012 г. в среднем составила 8,73 %, что выше ставки рефинансирования ЦБР (спред составлял в среднем 0,65 пп.)<sup>8</sup>.

сле полной оплаты уставного капитала.

<sup>4</sup> Отменено требование о 7-дневном сроке раскрытия проспекта биржевых облигаций до начала размещения.

<sup>5</sup> Общие сведения (биржевые облигации).

Сайт ФБ ММББ [Электронный ресурс]. URL: <http://www.micex.ru/markets/stock/emitents/bonds/profile> (дата обращения 11.01.2014).

<sup>6</sup> Российский фондовый рынок 2012. События и факты. Аналитический обзор НАУФОР [Электронный ресурс]. URL: <http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2012.pdf> (дата обращения 27.12.2013).

<sup>7</sup> Комментарии и аналитика (Россия) / Сbonds. [Электронный ресурс]. URL: <http://ru.cbonds.info/comments/> (дата обращения 27.12.2013).

<sup>8</sup> Там же.

## ВЕКСЕЛЯ В СТРУКТУРЕ ЗАЕМНОГО КАПИТАЛА РОССИЙСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ

Векселя, являясь, также как и облигации, долговой ценной бумагой, отличаются от последних прежде всего неэмиссионным характером выпуска и, соответственно, не требуют дорогостоящей и затратной по времени процедуры прохождения эмиссии. Кроме того, в отличие от облигаций векселя при размещении могут оплачиваться не только денежными средствами, но и другим имуществом: например, в виде отсрочки платежа за поставленный товар. Обращаются векселя только на внебиржевом рынке.

Отметим, что в развитых странах векселя никогда не являлись инструментом привлечения ресурсов, а служат расчетным инструментом. Зарубежные банки используют векселя для проведения документарных операций. В России роль векселя исторически несколько иная: долгое время векселя использовались в основном в «зачетных» и минимизирующих налогообложение схемах.

Можно выделить следующие этапы развития вексельного рынка России:

1 этап (1991–1998 гг.). Зарождение и развитие вексельного рынка. До 1993 г. на рынке преобладали банковские векселя, далее в оборот активно вошли векселя предприятий. Так называемая «вексельная» экономика существовала в России практически до конца 90-х гг., когда при дефиците денег векселя повсеместно использовались контрагентами при взаимных расчетах.

2 этап (осень 1998 г. – конец 1999 г.). После кризиса, приведшего к падению финансового рынка страны, векселя долгое время оставались практически единственным доходным активом. В обороте преобладали векселя Газпрома, к концу периода наметилось оживление на рынке банковских векселей.

3 этап (2000–2008 гг.). Оживление в реальном секторе экономики и дифференциация бизнеса приводят к постепенной стабилизации долгового рынка. После 2003 г. происходит сокращение доли векселей крупных заемщиков и активизация вексельных программ предприятий с целью оптимизации налогообложения. Начиная с 2007 г., резко сократилась практика расчета векселями за товары и услуги: так, в январе 2006 г. объем оплаченной векселями продукции составил 14,4 млрд руб., а в январе 2007 г. уже только 1,4 млрд руб.

4 этап (с 2008 г. – по настоящее время). Сокращение доли вексельного рынка на фоне увеличения рынка муниципальных и корпоратив-

ных облигаций. В то же время расширяется практика крупных предприятий расчета векселями с поставщиками (векселя АвтоВАЗа, Иркутскэнерго, Уралвагонзавода) и увеличение кредитования Центральным банком России под залог векселей предприятий на основе Положения ЦБ РФ от 12.11.2007 г. №312-П [2].

Интерес к выпуску векселей с точки зрения финансирования оборотного капитала предприятий можно обосновать наличием ряда преимуществ векселей относительно облигаций:

- легкий и быстрый доступ к рынку капитала (без прохождения процедуры эмиссии и листинга);

- существенное сокращение регулятивных издержек [3];

- высокая маневренность по времени и срокам привлечения заемных средств. Векселя можно выпускать небольшими траншами по мере необходимости;

- возможность гибкого регулирования стоимости финансовых ресурсов для предприятия-векселедателя;

- дополнительные возможности управления собственным долговым портфелем (например, за счет досрочного учета векселей с различными сроками обращения);

- возможность использования векселей в качестве расчетного средства (возможность их передачи путем проставления индоссаментов).

Среди преимуществ векселей по сравнению с банковскими кредитами можно выделить, во-первых, беззалоговый характер заимствования, во-вторых, возможность вторичного обращения, в-третьих, при правильном структурировании займа предприятие получает не одного крупного кредитора, от которого полностью зависит, а множество мелких.

К основным недостаткам вексельного заимствования по сравнению с облигациями и банковскими кредитами можно отнести невысокий размер суммы заимствований, «непрозрачность» ценообразования и недостаточную с точки зрения потенциальных инвесторов надежность заемщиков ресурсов, поскольку векселедатель не подвергается биржевой (процедура листинга) либо кредитной проверке. Бумажная форма векселей требует специфических затрат на их хранение, транспортировку, экспертизу, существует риск их подделки и порчи [3]. Кроме того, рынок векселей является непрозрачным для государственного регулирования в силу специфики самой ценной бумаги, которая попадает под действие в основном международного

законодательства (Женевских конвенций, членом которых является, в том числе и Россия).

В итоге векселя как инструмент финансирования оборотного капитала постепенно вытесняются облигациями, однако, как отмечается в аналитическом обзоре НАУФОР, «вексельный рынок по своим масштабам пока еще является заметным элементом внутреннего долгового рынка»<sup>9</sup>. Его доля составляет около 6 % долгового рынка России (в 2005 г. эта цифра составляла 25 %). Объем вексельного рынка в течение последних пяти лет колеблется в интервале от 400 до 580 млрд руб. и составил 525 млрд руб. в 2012 г. В последние годы на рынке наблюдается тенденция к сокращению срока обращения векселей: 67 % рынка составляют векселя сроком обращения до 1 года, из них более 65% со сроком платежа от 181 дня до 1 года. Что касается доходности векселей, то средневзвешенные процентные ставки по векселям предприятий, учтенных коммерческими банками, составили в январе 2011 г. 13,46 % по месячным векселям, 10,29 % по векселям сроком погашения от 181 дней до 1 года [6]. Из всего объема рынка векселя предприятий промышленности и торговли составляют только 19 %, остальное – банковские векселя (81 % рынка).

### ИСПОЛЬЗОВАНИЕ КРАТКОСРОЧНЫХ КРЕДИТОВ ДЛЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ ОБОРОТНОГО КАПИТАЛА

Динамика банковского кредитования в последние годы позволяет назвать его наиболее активно развивающимся сегментом российского финансового рынка. Так, по данным Росстата на 1 января 2013 г. объем кредитования российских банков составил 32 886,9 млрд руб., что на 71,5 % больше, чем на то же число 2010 г. и на 17,8 %, чем на 1 января 2012 г.

Если рассматривать структуру кредитования юридических лиц по видам экономической деятельности, то по данным ЦБ РФ основная доля кредитов приходится на транспорт, связь, оптовую и розничную торговлю (1687,2 млрд руб.), далее идет обрабатывающее производство (736,7 млрд руб.) и сельское хозяйство (424,9 млрд руб.).

Анализ целей использования кредитных средств показывает, что чаще всего кредиты используются для финансирования оборотного капитала и на покупку оборудования.

По состоянию на 1 января 2013 г. объем кредитов, выданных банками в рублях и иностранной валюте организациям, составил 20 917 млрд руб. Из них кредиты, выданные на срок:

- до 30 дней — 655 млрд руб. (3 %);
- от 31 до 90 дней — 608 млрд руб. (3 %);
- от 91 до 180 дней — 965 млрд руб. (5 %);
- от 181 дня до 1 года — 3 375 млрд руб. (16 %);
- от 1 года до 3 лет — 5 906 млрд руб. (28 %);
- от 3 лет — 8 468 млрд руб. (40 %)<sup>10</sup>.

Таким образом, на долю денежного рынка приходится четверть (27 %) всех выданных в России кредитов. Кроме того, с 2010 по 2013 гг. явно прослеживается тенденция к удлинению горизонтов инвестирования, что проявляется в увеличении количества и объемов кредитов, выданных на срок свыше 3 лет. В ранние периоды долгосрочные кредиты не были столь востребованы. Это, безусловно, является положительным моментом. Возможно, это связано с повышением доверия к клиентам со стороны банков и стабилизацией финансового состояния, как организаций, так и банков.

В течение большей части 2012 г. российские банки ужесточали неценовые условия кредитования нефинансовых организаций (прежде всего требования к их финансовому положению и обеспечению по кредиту). Ряд банков уменьшал максимальный срок кредитования. Некоторые кредитные организации повышали процентные ставки по корпоративным кредитам. По результатам обследования Росстата, проведенного в конце года, в целом средневзвешенные процентные ставки по рублевым кредитам нефинансовым организациям и физическим лицам на конец 2012 г. составили 9,4 %, что примерно соответствует уровню, сложившемуся к концу 2011 г., но были значительно меньше, чем в более ранние годы.

Однако, несмотря на постепенное снижение ставок кредитования и увеличение горизонтов инвестирования, доля организаций, рассматривающих высокий уровень процентных ставок как один из основных факторов, сдерживающих рост производства, остается очень высокой – 30 %<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> Денежное обращение и кредит [Электронный ресурс]. URL: [http://www.cbr.ru/analytics/fin\\_r/fin\\_mark\\_2012.pdf](http://www.cbr.ru/analytics/fin_r/fin_mark_2012.pdf) (дата обращения 27.11.2013).

<sup>11</sup> Обзор финансового рынка. Годовой обзор за 2012 год [Электронный ресурс]. URL: <http://>

<sup>9</sup> Там же.

На условия кредитования различных категорий заемщиков на финансирование оборотных средств влияют целый ряд факторов, действие которых носит разнонаправленный и неоднородный характер. Основными факторами снижения доступности такого рода кредитования является изменение условий привлечения средств на внутреннем рынке, изменение ситуации с ликвидностью в банках, а также ожидание изменения этих и других факторов в будущем. Главным фактором, способствующим смягчению условий банковского кредитования и, соответственно, росту доступности кредитных ресурсов для всех категорий заемщиков, в течение продолжительного периода остается конкуренция между банками.

Что касается вкладов юридических лиц, то по данным ЦБР они не демонстрируют последние годы какого-либо значимого роста. В 2012 г. депозиты российских предприятий выросли всего на 1,5 % (до 7,49 трлн руб.), хотя именно такой способ инвестирования наиболее комфортен для небольших организаций<sup>12</sup>. Данные агентства «РБК. Рейтинг» более оптимистичны: рост корпоративных депозитов по итогам прошлого года составил 12,47 % и достиг 15,13 трлн руб., но нужно учитывать, что агентство относит к ним ряд счетов федеральных, региональных и муниципальных ведомств.

### АГЕНТСКИЕ КОНФЛИКТЫ

Согласно теории финансового менеджмента финансирование оборотного капитала на основе заемных средств может приводить к целому ряду агентских конфликтов. Агентские отношения или отношения «принципал–агент» возникают, когда владельцы капитала (принципалы) делегируют принятие инвестиционных и финансовых решений менеджерам (агентам). Под собственниками капитала, в нашем случае, подразумеваются не только акционеры — владельцы собственного капитала, но и кредиторы, предоставляющие компании заемный капитал. Менеджеры получают вознаграждение за достижение целей, поставленных принципалом. Ввиду того, что интересы принципала и агента могут не совпадать, а информация между ними,

как правило, распределена асимметрично, могут возникать агентские конфликты.

Асимметричность информации позволяет агенту принимать решения, которые владельцы капитала (банки, инвесторы) отследить не могут: продажа наиболее ценных активов, изменение структуры дебиторской задолженности при сохранении номинальной ее суммы, сдача в аренду площадей, заключение невыгодных для компании контрактов. Это связано с тем, что, обладая небольшой долей собственности, менеджер может руководствоваться иными целями (максимизация личного благосостояния, имидж, статус в обществе), чем владельцы капитала, стремящиеся к максимизации поступлений от вложенных средств.

Кроме того, у заемщиков — владельцев собственного капитала есть потенциальная возможность переложить риски на кредиторов — владельцев заемного капитала. Так, предприятие-заемщик может принять решение об инвестировании средств в проекты, более рискованные, чем уровень риска, который устраивает владельцев заемного капитала. Таким уровнем риска часто является риск текущей деятельности компании, исходя из которого кредиторы предоставляют средства и требуют взамен определенный уровень доходности [4]. Неконтролируемые действия владельцев собственного капитала могут привести к нарушению принципа компенсации риска. Если проект потерпит крах, то имеется потенциальная возможность объявить компанию банкротом, а все потери переложить на кредиторов. При удачном осуществлении проекта акционеры получают повышенные денежные потоки (более высокие дивиденды, прирост курсовой стоимости акций), а владельцы заемного капитала могут рассчитывать лишь на фиксированные процентные выплаты, которые не отражают в полной мере риски инвестирования. Таким образом, положительный эффект от более рискованного проекта будет экспроприирован владельцами собственного капитала, а потери переложены на кредиторов.

Чтобы избежать такой ситуации, кредиторы часто навязывают менеджеру предприятия ряд условий, позволяющих снизить инвестиционные риски:

1) предоставление средств под залог (реальные активы, готовая продукция, товары в пути, доля собственного капитала, чужие векселя), гарантии и поручительства;

2) целевое кредитование, когда средства предоставляются под конкретные проекты с со-

[www.cbr.ru/analytics/fin\\_r/fin\\_mark\\_2012.pdf](http://www.cbr.ru/analytics/fin_r/fin_mark_2012.pdf) (дата обращения 20.11.2013).

<sup>12</sup> Сведения о размещенных и привлеченных средствах [Электронный ресурс]. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=pr> (дата обращения 01.12.2013).

гласованием бизнес-плана и отслеживанием выполнения;

3) «связанные» кредиты (с фиксацией конкретных видов оборудования и поставщиков), что не всегда идет на пользу компании (например, связанные кредиты международных финансовых организаций для АО «Москвич» (АЗЛК), «Россельмаш»);

4) требования периодического предоставления отчетности, «финансовой прозрачности», демонстрации «положительных» коэффициентов деятельности;

5) регулирующие требования с внесением изменений в устав (требование определенной доли реинвестирования, согласования по вопросам продажи активов и реорганизации и т. п.);

б) направление своих специалистов для контроля за состоянием дел, присутствие на собраниях акционеров, введение своих представителей в состав Совета директоров.

Владельцы заемного капитала оценивают риск предоставления средств и потенциальную возможность неполучения доходов и выражают свое отношение к степени риска в требуемой процентной ставке.

### СТОИМОСТЬ ЗАЕМНОГО КАПИТАЛА

Рассмотренные финансовые инструменты имеют различную стоимость в виду своей специфики, а также различных рынков привлечения (банковский или рынок ценных бумаг).

Для заемщика под стоимостью заемного капитала понимаются затраты (в относительных величинах — процентах годовых) по обслуживанию заемного капитала.

Для кредитора в общем случае стоимость заемного капитала определяется требуемой доходностью по заемному капиталу и действующими в стране ставками налогообложения.

Согласно Положению по бухгалтерскому учету «Учет расходов по займам и кредитам» (ПБУ 15/2008), к расходам, связанным с выполнением обязательств по полученным займам и кредитам, относятся:

- проценты, причитающиеся к оплате займодавцу (кредитору);
- дополнительные расходы по займам<sup>13</sup>.

Дополнительными расходами по займам являются:

- суммы, уплачиваемые за информационные и консультационные услуги;

- суммы, уплачиваемые за экспертизу договора займа (кредитного договора);

- иные расходы, непосредственно связанные с получением займов (кредитов).

Расходы по займам отражаются в бухгалтерском учете обособленно от основной суммы обязательства по полученному займу (кредиту). Соответственно проценты по векселю (купонный доход и дисконт по облигации) отражаются обособленно от вексельной суммы (номинала облигации) как кредиторская задолженность. Расходы по займам признаются прочими расходами, за исключением той их части, которая подлежит включению в стоимость инвестиционного актива (кроме субъектов малого предпринимательства). Проценты, причитающиеся к оплате кредитору, включаются в состав прочих расходов равномерно, как правило, независимо от условий предоставления займа (кредита). Дополнительные расходы по займам могут включаться равномерно в состав прочих расходов в течение срока займа (кредитного договора).

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 льготы 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 вклю-

<sup>13</sup> Положение по бухгалтерскому учету «Учет расходов по займам и кредитам». Утверждено приказом Минфина России от 06.10.2008 № 107н.

чительно как ставка рефинансирования ЦБ РФ, увеличенная в 1,8 раза при оформлении долгового обязательства в рублях и равной производству 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 управлении 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.

## ВЫВОДЫ

Выбор соответствующих источников финансирования оборотного капитала в конечном итоге определяет уровень финансово-экономической устойчивости предприятия и эффективность его деятельности. Чтобы нормально функционировать в современной рыночной среде с высокой степенью неопределенности, каждое предприятие должно не только обеспечить оптимальное соотношение между собственным и заемным капиталом, но и формировать структуру заемного капитала для финансирования оборотных средств с учетом следующих факторов:

1. Требуемым размером ресурсов. Потребность в заемных средствах в сумме до 100 млн руб. целесообразнее всего удовлетворять через банковское кредитование. Выпуск облигаций эффективно делать лишь при больших суммах заимствований — от 500 млн рублей, иначе он будет неликвидным.

2. «Долговым» опытом. Классическую схему привлечения заемных ресурсов можно



представить следующим образом: банковское кредитование – выпуск векселей – эмиссия облигаций. Вексельный заем предшествует облигационному, поскольку, не ограничивается в объеме и сроках размещения, прост по организации и низкотратен. Выпуск векселей позволяет предприятиям впервые заявить о себе на долговом рынке и в короткий срок создать положительную публичную кредитную историю, что впоследствии создаст твердый «фундамент» для размещения облигационных займов.

3. Национальными особенностями долговых инструментов и новациями на долговом рынке. Проведенный сравнительный анализ инструментов денежного рынка показал не только достоинства и недостатки каждого инструмента, но и в целом положительную динамику их развития в России. Нельзя не учитывать при этом высокую степень «инновационности» финансового рынка: ценные бумаги и законодательство в этой области совершенствуется за сравнительно короткие сроки. Если за прошедшие три года предприятиям стал доступен такой инструмент как биржевые облигации, то через несколько лет, скорее всего, войдет в оборот электронная документальная и пластиковая формы векселей, что повысит интерес потенциальных кредиторов к данному инструменту.

4. Стоимостью ресурсов. Процентная ставка на вексельном рынке обычно немного выше, чем на облигационном (включает премию за риск), но в то же время сама процедура выпуска векселей более дешевая. Что касается банковских кредитов, как правило, они более «дорогие», чем заимствования на долговом сегменте рынка ценных бумаг.

Исследование показывает, что благодаря оптимальному управлению оборотными средствами, полному использованию прав на налоговые скидки, способности направлять конфликты и разногласия в конструктивное русло, предприятия могут существенно понизить уровень делового риска, влияющего на их финансовую устойчивость и платежеспособность, а мелкие компании увеличить свой оборотный капитал на 10–50 %.

#### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. **Романьков М.** Облигации на Московской бирже. Презентация Московской биржи [Электронный ресурс]. URL: <http://moex.com> (дата обращения 25.12.2013). [M. Romankov. *Bonds on the Moscow Stock Exchange. Presentation of the Moscow stock exchange* [Online], (in Russian). Available: <http://moex.com> ]

2. **Шевченко Д. А., Щербинин Т. А.** Институциональные аспекты развития российского вексельного рынка // Вопросы регулирования экономики. 2012. Т. 3, № 1. С. 78–87. [D. A. Shevchenko, T. A. Stherbinin, "Institutional aspects of the Russian bills market," (in Russian), *Questions of economic regulation*, vol. 3. no. 1, pp. 78-87, 2012. ]

3. **Ермак А.** Вексель как инструмент краткосрочного финансирования. Особенности, преимущества, недостатки // Справочник эмитента 2008 [Электронный ресурс]. URL: <http://www.region.ru/produkty-i-uslugi/analitika/dolgovoy-rynok/publications/2008-12-CBonds.pdf> (дата обращения 01.12.2013) . [A. Ermak, *Bill as a tool for short-term financing. Features, advantages, disadvantages Guide for the issuer 2008* [Online], (in Russian). Available: <http://www.region.ru/produkty-i-uslugi/analitika/dolgovoy-rynok/publications/2008-12-CBonds.pdf> ]

4. **Бригхем Ю., Гапенски Л.** Финансовый менеджмент: полный курс в 2 т. СПб.: Экономическая школа, 1997. С. 115–120. [U. Brigham and L. Gapensky, *Financial management*, (in Russian). Saint Petersburg: Economic School, 1997. ]

5. **Носкова Е.** Проблема не в ставках // Российская бизнес-газета [Электронный ресурс]. URL: <http://www.rg.ru/2013/05/28/biznes.html> (дата обращения 20.11.2013). [E. Noskova, «The problem is not in the rates,» in *Russian business newspaper* [Online], (in Russian). Available: <http://www.rg.ru/2013/05/28/biznes.html> ]

#### ОБ АВТОРАХ

**ДЕГТЯРЕВА Ирина Викторовна**, проф., зав. каф. экон. теории. Дипл. инж.-экономист (УГАТУ, 1981). Канд. экон. наук (МФА при Президенте РФ, 1986). Д-р экон. наук (СПбГУЭФ, 2000). Иссл. в обл. инвестиций, инвест. бизнеса, фондовых рынков, финансовых институтов.

**ШАЛИНА Ольга Игоревна**, доц. каф. экон. теории. Дипл. экономист (УГАТУ, 2000). Канд. экон. наук (СПбГУ им. Герцена, 2011). Иссл. в обл. фин. рынков и эффективности гос. деятельности.

**МАРЬИНА Александра Валентиновна**, доц. каф. экон. теории. Дипл. спец. по соц.-культ. сервису и туризму (УГИС, 2001). Канд. экон. наук (СПбГУ им. Герцена, 2009). Иссл. в обл. фин. рынков и эффективности гос. деятельности.

#### METADATA

**Title:** Formation of structure of sources of Russian companies working capital financing: realities and vectors of development.

**Authors:** I. V. Degtjareva, O. I. Shalina, and A. V. Marina.

**Affiliation:** Ufa State Aviation Technical University (UGATU), Russia.

**Email:** [degtjareva@mail.rb.ru](mailto:degtjareva@mail.rb.ru), [olenkash@bk.ru](mailto:olenkash@bk.ru), [alemar@mail.ru](mailto:alemar@mail.ru).

**Language:** Russian.

**Source:** Vestnik UGATU (scientific journal of Ufa State Aviation Technical University), vol. 18, no. 2 (63), pp. 157-166, 2014. ISSN 2225-2789 (Online), ISSN 1992-6502 (Print).

**Abstract:** In the article the sources of working capital financing through money market instruments in the context of bond loans, note loans, short-term banking credits are discussed. On the basis of recent statistical information a

comprehensive analysis of the development of the bond, bill, credit markets of the Russian Federation is conducted, the basic steps of indicators and their development problems are shown. The factors influencing the structure of debt capital to finance working capital are detected.

**Key words:** working capital; financing; money market; bonds; bills; credits.

**About authors:**

**DEGTJAREVA, Irina Viktorovna**, Prof., Dept of Econ. Theory. Dipl. Engineer-economist (UGATU, 1981). Cand. of Econ. Sci. (Moscow Finance Academy, 1986), Dr. of Econ. Sci. (Saint-Petersb. State Univ. of Economy and Finance, 2000).

**SHALINA, Olga Igorevna**, Docent, Dept of Econ. Theory. Dipl. Economist (UGATU, 2000). Cand. of Econ. Sci. (Saint Petersburg State Pedagog. Univ., 2011).

**MARINA, Aleksandra Valentinovna**, Docent, Dept of Econ. Theory. Dipl. specialist in socio-cultural service and tourism (UGIS, 2001). Cand. of Econ. Sci. (Saint Petersburg State Pedagog. Univ., 2009).