Целиков Дмитрий Михайлович. Ценные бумаги в системе инструментов финансирования инвестиционной деятельности предприятий : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Саратов, 2000 159 c. РГБ ОД, 61:01-8/539-2

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Система инструментов финансирования инвестиционной деятельности предприятия.

1.1. Собственные средства предприятия как внутренний источник финансирования инвестиционной деятельности предприятия. 17

1.2. Значение привлеченных источников для финансирования инвестиционной деятельности предприятий. 20

1.2.1. Надежность и разнообразие ценных бумаг как факторы, определяющие их конкурентоспособность в системе инструментов привлечения инвестиционного капитала. 21

1.2.2. Инструменты и формы финансирования, альтернативные ценным бумагам. 41

Глава 2. Ценные бумаги как инструмент финансирования и структура капитала предприятия. 63

2.1. Факторы, влияющие на принятие решения об использовании ценных бумаг в качестве инструмента финансирования . 66

2.1.1. Макроэкономический цикл. 66

2.1.2. Размер предприятия и использование ценных бумаг. 72

2.1.3. Стадии экономического цикла развития предприятия. 77

2.2. Структура и стоимость капитала предприятия. Факторы, определяющие выбор между долговыми и долевыми ценными бумагами. 82

2.3. Дивидендная политика и структура капитала предприятия. 94

2.4. Выбор способа размещения ценных бумаг. Преимущества и недостатки частных и публичных форм размещений ценных бумаг. 102

Глава 3. Использование ценных бумаг в качестве инструмента финансирования инвестиционной деятельности в России. 115

3.1. Алгоритм принятия решения об использовании ценных бумаг в качестве инструмента финансирования инвестиционной деятельности предприятий. 115

3.2. Место ценных бумаг как инструмента финансирования в России. 124

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 137

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 148

ПРИЛОЖЕНИЯ 159

**Введение к работе**

Актуальность исследования. В настоящее время проблема финансирования инвестиционной деятельности предприятий носит почти . государственный характер. Девальвация рубля, переориентация внутреннего потребителя с импортных товаров на продукцию российских производителей, стабилизация экономической и политической ситуации создали предпосылки для долгосрочного развития производства российскими предприятиями. Однако качество и ассортимент продукции по-прежнему уступают по большинству позиций иностранным аналогам. Это вызвано тем, что российские предприятия используют морально и физически устаревшие оборудование и технологии. Для закрепления и дальнейшего развития имеющейся тенденции в промышленном производстве необходимы инвестиции в основные фонды российских предприятий с целью их модернизации. Текущая ситуация с основными фондами на перерабатывающих предприятиях, износ которых составляет 50-70%, требует незамедлительного поиска источников финансирования. Новые инвестиционные проекты, позволяющие предприятиям выйти на новые рынки и выпускать новые продукты, также требуют дополнительных вливаний финансовых средств.

Вопрос развития бизнеса также всегда связан с решением проблемы нехватки капитала для реализации программ по развитию или модернизации предприятия. В России этот вопрос является одним из главных. Собственных средств у российских предприятий не достаточно. Нет финансовых средств на эти цели и у государства. Поэтому основным источником финансирования инвестиционной деятельности предприятий выступят в ближайшее время привлеченные средства.

В развитых странах у предприятий существует широкий выбор различных источников финансирования инвестиционной деятельности пенсионные фонды, страховые компании, венчурные фонды, коммерческие и инвестиционные банки, государство, широкий слой частных инвесторов. Развитые институты рыночных отношений позволяют предприятиям успешно привлекать инвестиционный капитал в кратчайшие сроки и в необходимом объеме. И ценные бумаги через институт фондового рынка стали для предприятий во многих развитых странах неотъемлемым инструментом привлечения капитала.

В России, где рынок инвестиционного капитала, то есть капитала, имеющего долгосрочный период инвестирования, только формируется, выбор источников и инструментов финансирования инвестиционной деятельности предприятий ограничен. По сути нет ни одного внутреннего источника инвестиционного капитала, который бы мог удовлетворить потребности предприятий в долгосрочном капитале. Коммерческие банки неохотно идут на долгосрочное кредитование промышленных предприятий по нескольким причинам: высокие экономические риски, непрозрачность финансовых потоков, высокая инфляция, отсутствие долгосрочных пассивов. Кроме того, не все предприятия способны отвечать высоким требованиям инвесторов и кредиторов, выдвигаемых последними. Высокий риск финансирования инвестиционных проектов, высокие доходности краткосрочных финансовых инструментов порождают отсутствие конкуренции между инвесторами за надежного реципиента капитала. Отсутствие конкуренции ведет к сужению инструментов инвестиционного финансирования.

Наличие данных факторов отнюдь не способствует развитию финансирования промышленного производства.

В последние десятилетия во всем мире все сильнее возрастает роль ценных бумаг как инструмента привлечения финансовых ресурсов со стороны. Этому способствуют следующие факторы:

- ликвидность ценных бумаг. Чем выше ликвидность финансового инструмента, являющегося объектом инвестиций, тем меньше риск вложения, тем меньшую компенсацию требует инвестор в качестве принятия на себя этого риска. Соответственно, это снижает стоимость обслуживания данных инструментов со стороны предприятия;

- надежность ценных бумаг как инструмента оформления отношений между , реципиентом капитала и инвестором. Четкие законодательные рамки не позволяют сторонам сделки нарушить оформленные с помощью ценных бумаг договоренности;

- многообразие параметров ценных бумаг. Как инвесторы, так и реципиенты капитала ограничены в использовании тех или иных форм инвестиций. Это связано с законодательным регулированием их деятельности, текущей ситуацией на рынке, налоговым законодательством, субъективными характеристиками. Большое количество параметров ценных бумаг позволяет решать проблемы с обоюдной выгодой путем создания инструмента, удовлетворяющего потребности обеих сторон сделки;

- прямой выход на владельцев денежных средств. Привлечение дополнительного капитала с помощью ценных бумаг происходит на фондовом рынке, где поставщиками долгосрочного инвестиционного капитала выступают владельцы этих финансовых ресурсов. Поэтому отсутствие посредников между инвестором и реципиентом делает стоимость привлечения и обслуживания полученных финансовых ресурсов дешевле, чем из традиционных источников;

- инструмент, позволяющий получить доступ к потенциально неограниченному объему инвестиционного капитала.

Все это делает ценные бумаги привлекательными в глазах, как инвестора, так и предприятия, желающего получить инвестиционный капитал, и делающих ценные бумаги конкурентоспособным инструментом среди прочих при привлечении финансовых средств предприятием.

Но выпуск ценных бумаг как инструмента финансирования инвестиционной деятельности предприятий является достаточно сложной процедурой, и не всегда ценные бумаги являются самым эффективным инструментом. Существуют различные факторы, накладывающие ограничения на возможность доступа предприятия на финансовый рынок при привлечении дополнительного долгосрочного капитала.

Цель диссертационного исследования - выявление факторов, оказывающих влияние на выбор ценных бумаг в качестве инструмента финансирования инвестиционной деятельности предприятий из системы других инструментов и разработка общего алгоритма принятия решения об использовании ценных бумаг в качестве инструмента финансирования.

Задачи исследования. В рамках поставленной цели в работе решаются следующие задачи:

• рассмотреть систему инструментов и источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий;

• провести сравнительный анализ ценных бумаг с другими инструментами привлечения капитала;

• рассмотреть факторы, влияющие на принятие решения об использовании ценных бумаг в качестве инструмента финансирования инвестиционной деятельности предприятий;

• определить и исследовать систему факторов, влияющих на принятие решения о структуре капитала;

• выработать общий алгоритм принятия решения об использовании ценных бумаг в качестве инструмента финансирования;

• разработка рекомендаций по использованию ценных бумаг российскими предприятиями.

Предметом исследования выступают экономические отношения, возникающие между хозяйствующими субъектами, их менеджерами и инвесторами, связанные с определением параметров и условий использования ценных бумаг в качестве инструментов финансирования предприятий.

Объектом исследования являются российские и иностранные предприятия, финансирующие свою инвестиционную деятельность с помощью различных инструментов и в различных формах.

Теоретические исследования в области инструментов финансирования в развитых странах продвинулись достаточно далеко. Это связано с возрастом фондовых рынков, накопленной статистической базой, с развитыми рыночными традициями. Среди западных школ доминирует так называемая англосаксонская, что можно объяснить большей ролью фондового рынка для привлечения капитала в США и в Великобритании, чем в континентальной Европе, а также некоторыми другими отличиями (структура собственности, особенности финансовой системы, психологические особенности различных наций).

Наиболее глубоко исследованы проблемы управления структурой капитала предприятия. Фундаментальным исследованием здесь выступают работы ученых Миллера и Модильяни. Они показывают, что выбор предприятием формы финансирования не оказывает влияния на стоимость предприятия в идеальных условиях. Однако в условиях реального мира, увеличение доли заемных средств в общей структуре капитала может привести в увеличению рыночной стоимости предприятия. В работах следующих ученых - П. Базу, Д. Риггла, Р. Райана, Л. Зингалеса, Р. Штульца, В. Максимовича исследованы факторы, влияющие на структуру капитала на примере различных финансовых систем и предприятий. Широкие исследования в области финансирования предприятий с помощью ценных бумаг проводились С. Майерсом, М. Кантильо, Д. Райтом, Р. Райаном, Л. Зингалесом, Д. Риво-Дансет, Г. Гаевски, Д. Штайном, П. Пихлером, В. Максимовичем.

В России исследований подобного уровня в силу незначительного возраста российского рынка ценных бумаг просто нет. Поэтому небольшое количество авторов, которые начали обращать внимание на данную проблему широко известно - М.Е. Коломина, ЯМ. Миркин, Е.В. Чиркова, И.А. Бланк, В.В. Бочаров, П.И. Вахрин. В их работах западный опыт и практика использования ценных бумаг накладываются на российскую специфику. Поэтому при написании данной работы упор делался прежде всего на зарубежную литературу.

Для полного освещения поставленных целей исследование имеет следующую структуру. На первом этапе исследования рассматриваются различные инструменты привлечения инвестиционного капитала, потенциально доступные предприятию. Рассмотрение инструментов происходит через их параметры, выявляются их преимущества и недостатки для предприятий. В числе инструментов и форм финансирования рассматриваются ценные бумаги, кредиты, лизинг, венчурный капитал, собственные средства. Методом сравнительного анализа выделяются общие преимущества ценных бумаг перед прочими - неценнобумажными инструментами финансирования предприятий. Но не всегда ценные бумаги являются наиболее привлекательным и эффективным инструментом финансирования инвестиционной деятельности предприятий. Поэтому необходимо рассмотреть факторы, ограничивающие использование ценных бумаг при выборе инструмента финансирования, а также факторы, влияющие на вид и параметры выпускаемых ценных бумаг. Исследование этих факторов и ограничений происходит на втором этапе. Вначале необходимо рассмотреть причины и условия, по которым ценные бумаги не могут быть использованы в качестве инструмента финансирования инвестиционной деятельности. К числу таких факторов мы относим макроэкономическую ситуацию, размер предприятия и потребности в инвестиционном капитале, этап развития предприятия. Для анализа используются статистические данные по США, Канаде, Франции, Германии, Японии.

Затем анализируются факторы, влияющие на структуру капитала предприятия, а, соответственно, и на форму привлечения дополнительного капитала - заемный или собственный капитал. Анализ структуры капитала и факторов ее определяющих, а также взаимосвязи между структурой капитала и стоимостью предприятия проводится во второй главе.

На третьем этапе создается общий алгоритм принятия решения о выборе ценных бумаг в качестве инструмента финансирования инвестиционных потребностей предприятия в российских условиях. Этот алгоритм сформулирован в виде последовательной цепочки вопросов, варианты ответов на которые приводят финансового менеджера к выбору ценных бумаг и конкретных параметров ценных бумаг в качестве инструмента финансирования.

При этом заключительный круг вопросов определяет вариант размещения ценных среди инвесторов, поскольку от этого зависит не только эффективность эмиссии ценных бумаг, но и успех или не успех в принципе.

На четвертом этапе рассматриваются проблемы использования ценных бумаг промышленными предприятиями России и варианты их преодоления. Дается комплексный анализ инструментов финансирования, доступных на сегодняшний момент российским предприятиям, а также практические рекомендации по использованию конкретных видов и параметров ценных бумаг.

Новизна данного исследования состоит, прежде всего, в том, что:

• даны авторские определения инструментов и источников финансирования;

• определена группа факторов, характеризующих степень использования фондового рынка в качестве источника инвестиционного капитала -особенности национальной финансовой системы, законодательные и инфраструктурные факторы, конъюнктура фондового рынка;

• выявлены и исследованы факторы, оказывающие влияние на выбор ценных бумаг, а также их параметров в качестве инструмента финансирования инвестиционной деятельности предприятий: размер предприятия, макроэкономический цикл, этап развития:

• выявлены механизмы влияния использования видов ценных бумаг на структуру капитала и стоимость предприятия;

• разработан общий алгоритм принятия решения об использовании ценных бумаг и определения параметров ценных бумаг при привлечении инвестиционного капитала, суть которого состоит в том, чтобы финансовый менеджер мог определить условия использования ценных бумаг и их параметров в качестве инструмента финансирования для своего предприятия;

• определены перспективы использования ценных бумаг вообще и конкретных их видов в частности при финансировании российскими предприятиями своих инвестиционных потребностей (в ближайшее время ценные бумаги, преимущественно облигации, будут выпускаться крупнейшими предприятиями России, имеющих низкоэластичный спрос на выпускаемую ими продукцию);

• раскрыты причины, препятствующие российским предприятиям активно использовать фондовый рынок в качестве источника инвестиционного капитала, основными их которых являются: слабая защищенность прав мелких инвесторов, непрозрачность деятельности акционерных обществ, недоверие к рынку ценных бумаг со стороны отечественных инвесторов.

Теоретическая значимость работы состоит в создании системного подхода к рассмотрению различных инструментов финансирования инвестиционной деятельности предприятия, включая ценные бумаги. Диссертационное исследование предлагает пути решения проблем использования ценных бумаг при финансировании предприятий в России на основе изучения зарубежного опыта различных финансовых систем. Выводы, предложения и обобщения формулируются с учетом специфики российской экономики и финансовой системы страны. Поэтому они могут быть использованы российскими предприятиями при решении проблемы финансирования своей инвестиционной деятельности. Показаны перспективы использования ценных бумаг предприятиями России для финансирования инвестиционной деятельности.

Поэтому, хочется надеяться, что данное исследование окажется весьма полезным при использовании ценных бумаг в качестве инструмента финансирования инвестиционных потребностей российских предприятий.

## Собственные средства предприятия как внутренний источник финансирования инвестиционной деятельности предприятия.

Положением о бухгалтерском учете и отчетности в РФ, утвержденным Приказом Министерства финансов РФ №170 от 26 декабря 1994 года, в состав собственных средств включены: уставный капитал, добавочный капитал, резервный капитал, нераспределенная прибыль и прочие резервы.

Уставный капитал формируется в том или ином виде всеми коммерческими организациями. Статьи 90 и 99 ГК РФ [1,2] раскрывают сущность уставного капитала хозяйственных обществ (обществ с ограниченной ответственностью и акционерных обществ), который «определяет минимальный размер имущества общества, гарантирующий интересы его кредиторов».

В дальнейшем Уставный капитал акционерного общества может быть увеличен за счет выпуска дополнительного количества акций того же номинала или увеличения номинальной стоимости уже выпушенных акций [3]. Вторым структурным элементом собственных средств является добавочный капитал. Добавочный капитал складывается из сумм переоценки внеоборотных активов организации, проводимой в установленном порядке, безвозмездно полученных ценностей и других аналогичных сумм.

Предприятия, созданные в форме акционерных обществ, формируют добавочный капитал при увеличении уставного капитала в форме эмиссионного дохода путем дополнительной эмиссии акций в сумме разницы между продажной и номинальной стоимостью акций, вырученной при их реализации по цене, превышающей номинальную стоимость. Данная разница не включается в состав налогооблагаемой прибыли акционерного общества и не допускается ее направление на нужды потребления.

Следующий элемент собственных средств - резервный фонд. Резервный фонд - это страховой капитал предприятия, предназначенный для возмещения убытков от хозяйственной деятельности, а также для выплаты доходов инвесторам и кредиторам в случае, если на эти цели не хватает прибыли.

Образование резервного фонда может носить обязательный и добровольный характер. В первом случае он создается в соответствии с законодательством России, во втором - в соответствие с порядком, установленном учредительными документами предприятия или его учетной политикой. В настоящее время создание резервного фонда обязательно для акционерных обществ. Минимальный размер резервного фонда акционерного общества с 1 января 1996 года в соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» [3] не может быть меньше 15 % от уставного капитала. Фактический размер определяется уставом акционерного общества. Формируется резервный фонд путем ежегодных отчислений из чистой прибыли акционерного общества до достижения размеров, предусмотренных уставом.

Значительная часть собственных средств предприятия аккумулируется в фондах специального назначения. Эти средства резервируются и направляются на образование источников финансирования затрат на приобретение нового имущества производственного назначения и создание социальной инфраструктуры, а также на нужды социального развития.

Главным источником фондов специального назначения служит остающаяся в распоряжении предприятия часть прибыли. Фонды специального назначения подразделяются на два блока: фонды накопления и фонды потребления.

Фонды накопления объединяют источники средств, направляемых на строительство и приобретение основных средств производственного и непроизводственного назначения.

Следующим собственным источником выступает нераспределенная прибыль. Нераспределенная прибыль - это часть прибыли предприятия, полученная в предшествующем периоде и не использованная на потребление собственниками предприятия и персоналом. Эта часть прибыли может быть использована для реинвестирования на развитие производства. По своему экономическому содержанию она является одной из форм резерва собственных финансовых средств предприятия, обеспечивающих его производственное развитие в предстоящем периоде.

Несмотря на кажущееся многообразие источников внутренних собственных средств, основную роль на предприятии играет нераспределенная прибыль и амортизационный фонд.

Основным параметром собственных средств выступает их стоимость.

Оценка стоимости собственного капитала имеет ряд особенностей, основными из которых являются:

а) суммы выплат собственникам предприятия осуществляются за счет прибыли после налогообложения, что увеличивает стоимость собственных средств по сравнению с заемным;

б) привлечение собственных средств связано с более высоким уровнем риска инвесторов, что увеличивает его стоимость на размер премии за риск; в) привлечение собственных средств не связано, как правило, с возвратом денежных потоков по основной его сумме, что определяет выгодность использования этого источника предприятием, несмотря на более высокую его стоимость.

Собственные средства предприятия характеризуются следующими положительными особенностями.

1. Простотой принятия решений о привлечении, так как решения, связанные с увеличением уставного капитала (особенно за счет внутренних источников его формирования) принимаются собственниками и менеджерами предприятия без необходимости получения согласия других хозяйствующих субъектов.

2. Обеспечением финансовой устойчивости развития предприятия и его платежеспособности в долгосрочном периоде, а, соответственно, и снижением риска банкротства.

3. Отсутствием ограничений на текущую и инвестиционную деятельность предприятия.

Вместе с тем, им присущи следующие недостатки:

1. Ограниченность объема привлечения, а, следовательно, и возможностей существенного расширения операционной и инвестиционной деятельности предприятия в периоды благоприятной конъюнктуры рынка на отдельных этапах его жизненного цикла.

2. Высокая стоимость в сравнении с альтернативными заемными источниками формирования капитала.

3. Налоговые недостатки, связанные с выплатой дохода владельцам акций из прибыли после налогообложения.

## Факторы, влияющие на принятие решения об использовании ценных бумаг в качестве инструмента финансирования

В процессе изучения использования ценных бумаг для финансирования инвестиционной деятельности предприятия необходимо уделить внимание такому фактору, как макроэкономический цикл страны. По моему мнению, это один из факторов, который должен оказывать влияние на стремление менеджеров выпускать новые ценные бумаги - акции и облигации, выкупать имеющиеся выпуски или не предпринимать ничего.

В научных трудах российских и иностранных авторов, к сожалению, не удалось найти аналогичных исследований. Поэтому результаты, полученные в данной работе, можно рассматривать как научную новизну. ;,

Предположительно, механизм действия данного фактора следующий. Как известно, выделяют четыре основных состояния макроэкономики -подъем, спад, депрессия, перегрев. Каждому из этих состояний присущи определенные характеристики макроэкономических показателей - темпов инфляции, размер реальных доходов населения, спрос и предложение денег и других. Например, состояние подъема в экономике сопровождается повышением спроса на финансовые ресурсы со стороны предприятий, стремящихся увеличить объем выпуска и сбыта продукции, что ведет к увеличению процентных ставок на финансовом рынке; по мере роста ВВП растут доходы населения, увеличивая платежеспособный спрос на товары и услуги, что приводит к увеличению прибылей компаний. Последние в свою очередь предпринимают новые инвестиционные проекты, финансирование которых осуществляют как за счет внутренних источников -нераспределенной прибыли и амортизационных отчислений, так и привлеченных. Ожидание увеличения прибылей компаний ведет к увеличению предложения денежных средств со стороны инвесторов с целью получения дохода от роста курсовой стоимости акций и дивидендов. Это предложение финансовых ресурсов двигает цены на ценные бумаги вверх, и в какой-то момент времени они оказываются переоцененными. На этом этапе предприятия стремятся выпустить акции, так как акции на рынке стоят дороже, чем их реальная стоимость, которая видна менеджерам изнутри предприятия [85].

Обратная ситуация, связанная с падением темпов экономического роста, приводит к действию следующие механизмы. Замедление темпов экономического роста приводит к снижению спроса на продукцию отраслей, производящих основные средства. Помимо этого наблюдается замедление темпов роста реальной заработной платы, что снижает спрос на товары и услуги со стороны населения, снижая ожидаемые прибыли компаний. Возникает избыток денежных средств в результате невостребованного спроса на них от предприятий, которые отказываются от осуществления плановых и новых инвестиционных проектов. Снижение реальных доходов населения, снижение ожидаемых прибылей ведет к падению цен на ценные бумаги, падению процентных ставок на рынке и увеличению темпов инфляции, обесценивая доходы населения.

Соответственно, макроэкономический цикл оказывает влияние и на выбор предприятиями вида ценных бумаг, момента выпуска ценных бумаг для финансирования инвестиционной деятельности.

Мы предполагаем, что в ситуации подъема экономики или ожидания такового в ближайшем будущем инвесторы будут стремиться покупать скорее акции, чем облигации, так как размер дивиденда по ним и курс увязаны с будущими прибылями эмитента, которые будут увеличиваться в процессе роста спроса на продукцию предприятий. Это приведет к увеличению цен на акции предприятий и, соответственно, к росту количество первичных размещений акций. Но данное увеличение количества первичных размещений акций последует не сразу за увеличением темпов роста экономики, а с небольшим временным лагом. Все дело в информационной асимметрии между менеджерами предприятия и инвесторами. Как правило, менеджеры предприятия лучше осведомлены о состоянии дел на нем, и, соответственно, лучше сторонних инвесторов осведомлены об истинной стоимости акций. Поэтому, можно предположить, что выпускать акции предприятие будет в том случае, когда цены акций на рынке выше, чем их истинная стоимость. Подобная переоценка возникает не сразу, а через определенный промежуток времени, когда рост на рынке акций переходит в некую панику, и инвесторы покупают любые ценные бумаги, которые выпускаются на рынок в надежде получить сверхдоход.

В свою очередь предприятия увеличивают спрос на дополнительный капитал в форме кредитов, займов. Подобное увеличение спроса, как я уже отметил выше, ведет к увеличению процентных ставок за пользование заемными средствами и уровня дивидендов. Данная взаимосвязь между макроэкономическим циклом и размером дивиденда отмечена М. Гертлером и Г. Хаббардом [97].

## Алгоритм принятия решения об использовании ценных бумаг в качестве инструмента финансирования инвестиционной деятельности предприятий.

В результате наших исследований можно предложить финансовому менеджеру некий алгоритм принятия решения о выборе инструмента финансирования инвестиционной деятельности предприятия. Данный алгоритм не является руководством к действию, а представляет собой общий подход к выбору источника финансирования инвестиционной деятельности предприятия. В рамках данного алгоритма рассматривается путь финансового менеджера, который приводит его к выбору ценных бумаг как инструмента привлечения капитала, а также выбор вида и типа ценной бумаги. При этом прочие источники финансирования остаются за пределами рассмотрения.

Алгоритм представляет собой цепочку вопросов, на которые необходимо ответить финансовому менеджеру в процессе принятия решения. В зависимости от вариантов ответов указывается источник и инструмент финансирования инвестиционной деятельности.

Цель финансового менеджера подобрать инструмент финансирования инвестиционного проекта таким образом, чтобы максимизировалась рыночная стоимость предприятия.

На первом этапе необходимо определиться с особенностями финансовой системы страны. Этот фактор, как мы убедились, определяет степень использования финансового рынка как источника и ценных бумаг, соответственно, как инструмента привлечения инвестиционного капитала. Если финансовая система страны банкоориентированная, то ценные бумаги в качестве инструмента привлечения капитала, возможно использовать ограниченно или же при помощи программ выпуска Американских или Глобальных Депозитарных Расписок (АДР, ГДР). Если же система ориентирована на фондовый рынок, то использование ценных бумаг возможно.

На втором этапе необходимо определить размер предприятия, важность которого рассмотрена нами во второй главе. Критериями определения размера предприятия в контексте возможности использования ценных бумаг в качестве инструмента привлечения инвестиционного капитала, служат следующие показатели - размер выручки предприятия, размер основных средств, перспективы роста самого предприятия в будущем и его прибылей. По данным показателям возможны различные значения как критерии градации в различных ситуациях.

Чем более высокими являются данные показатели, тем более реальными становится использование ценных бумаг как инструмента привлечения капитала. При этом необязательно, чтобы все показатели были высокими. Например, акции высокотехнологичных компаний в США имеют отрицательные текущие коэффициенты "Р/Е ratio", поскольку работают на данный момент без прибыли. Но высокий потенциал роста данных компаний позволяет им использовать ценные бумаги как инструмент привлечения инвестиционного капитала.

Малые и средние предприятия в силу особенностей своей деятельности вынуждены использовать неценнобумажные инструменты привлечения капитала.