Шевченко Тарас Викторович. Использование долговых инструментов в финансировании промышленных предприятий : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Шевченко Тарас Викторович; [Место защиты: Финансовая акад. при Правительстве РФ].- Москва, 2008.- 214 с.: ил. РГБ ОД, 61 08-8/586

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Источники финансирования деятельности промышленных предприятий 11

1.1. Состав и структура источников финансирования деятельности предприятий 11

1.2. Роль долговых инструментов в финансировании деятельности предприятий 30

1.3. Российская и международная практика привлечения средств при помощи корпоративных долговых инструментов 39

Глава 2. Анализ эффективности использования долговых инструментов в финансировании деятельности промышленных предприятий 58

2.1. Критерии эффективности использования долговых инструментов в финансировании предприятий 58

2.2. Анализ организации и практики выпуска долговых ценных бумаг промышленными предприятиями 75

2.3. Оценка эффективности использования долговых инструментов 101

Глава 3. Совершенствование использования долговых финансовых инструментов на промышленных предприятиях 110

3.1. Схема поэтапного освоения рынка долговых инструментов 110

3.2. Моделирование финансовых потоков предприятия с использованием долговых инструментов 127

3.3. Оптимизация структуры источников финансирования промышленных предприятий с помощью долговых инструментов 144

Заключение 166

Библиографический список литературы 175

Приложения 192

**Введение к работе**

В настоящее время эффективная хозяйственная деятельность промышленного предприятия невозможна без постоянного привлечения заемных средств. Использование заемного капитала позволяет существенно расширить объем производственной деятельности предприятия, обеспечить более эффективное использование собственного капитала, увеличить рентабельность продаж и повысить рыночную стоимость предприятия.

Предприятия различных отраслей экономики оценили преимущества» привлечения средств путем размещения долговых инструментов на финансовом рынке и начали активную работу в этом направлении. Рост количества-эмитентов, увеличение объемов выпусков, повышение ликвидности рынка, профессиональный рост его участников - показатели, отражающие главные тенденции российского рынка-долгового капитала последних лет.

С 1999 года - с момента нового старта развития финансового рынка России - все большее распространение находит выпуск корпоративных облигаций как способ привлечения значительных финансовых ресурсов на длительные сроки. Восемь лет развития рынка корпоративных облигаций создали обычаи делового оборота, дали возможность отработать стартовый? пакет технологий, организационных и экономических решений, позволивших этому рынку постоянно наращивать свои обороты, а эмитентам удовлетворять свои потребности в финансировании своей деятельности на выгодных условиях.

Развитие рынка облигаций предприятий - источника средне- и долгосрочных денежных ресурсов для инвестиций в реальный сектор - имеет макроэкономическое значение и создает финансовые условия для обновления производственного потенциала наиболее успешных российских предприятий.

Выход на рынок долгового финансирования предоставляет российским предприятиям широкие возможности мобилизации внешних финансовых ресурсов для осуществления инвестиционных проектов и развития производства.

Актуальность темы диссертационного исследования обусловлена:

- высокой теоретической и практической значимостью проблемы повышения эффективности использования1 российскими промышленными предприятиями долговых инструментов;

- необходимостью выработки предложений по определению стратегии финансирования, позволяющей расширить возможности предприятий в освоении всего спектра существующих на финансовом рынке долговых инструментов;

- недостаточной разработанностью методического подхода к оптимизации структуры капитала предприятий при использовании долговых инструментовав качестве источника финансирования предпринимательскойдеятельности.

Степень разработанности проблемы. Вопросам функционирования рынка ценных бумаг и раскрытию особенностей долговых финансовых инструментов посвящены работы российских и- зарубежных специалистов, включая Б.И. Алехина, О.В. Буклемишева, С.А. Былиняк, В.А. Галанова, Л.П. Давиденко, А.О. Краева, СВ. Лосева, СВ. Лялина, М.Ю. Маковецкого, Я.М. Миркина, Д.М. Михайлова, К. Роджерса, Б.Б. Рубцова, Р.Д. Тьюлза, Р.С Уилсона, Ф.Д. Фабоцци, У. Шарпа.

Разработкой общих вопросов финансов предприятий, включающих проблемы привлечения заемного финансирования занимались такие ученые как И.Т. Балабанов, И.А. Бланк, А. Бонхем, В.В. Бочаров, Р. Брейли, О.Э. Вальтер, Д.В. Дорофеев, B.C. Карелин, Л. Крушвиц, К. Ленгдон, Ч.Ф. Ли, И.А. Никонова, Б. Нил, Р. Пайк, В.Я. Поздняков, Е.С Єтоянова, Дж.И. Финнерти.

В ходе исследования использовались труды ведущих ученых в области анализа финансово-хозяйственной деятельности и оценки стоимости капитала предприятия: М.И. Баканова, Ю. Бригхема, А.Ф. Ионовой, B.C. Карелина; В.В. Ковалева, М. Миллера, Ф . Модильяни, Т. Огиера, Н.Б. Рудык, Н.Н. Селезневой, Е.М. Сорокиной, Э. Хелферта, А.Д-. Шеремета, М. Эрхардта.

Вместе с тем, анализ работ отмеченных выше экономистов показал, что большинство авторов рассматривают долговые инструменты преимущественно в качестве объекта инвестирования, то есть исследуют данную категорию с позиции инвестора, при этом вопросы эффективного использования долговых инструментов предприятиями-эмитентами в качестве источника, финансирования предпринимательской деятельности, а также вопросы конструирования параметров долговых инструментов с учетом потребностей и интересов заемщика исследованы: неполно и требуют дополнительного, более глубокого научного анализа, которыш обеспечил бы всестороннее изучение этих вопросов.. Недостаточно проработаны в методическом плане подходы, к определению стратегии финансирования, направленной? на расширение возможностей- российских предприятий по освоению всего спектрам существующих на финансовом рынке долговых инструментов. Слабо изучено/ влияние использования долговых инструментована цену совокупного капиталами; рыночную стоимость предприятия; Недостаточная разработанность методик-оптимизаций структуры капитала с помощью долговых источников финансирования оказывает негативное влияние на стабильность ж эффективность, деятельности? российских предприятий; и представляют серьезную проблему.

Решение данных проблем позволит экономически обосновать» целесообразность использования российскими «промышленными предприятиями долговых финансовых инструментов; для финансирования их предпринимательской деятельности.

Цель и задачи диссертационного исследования. Цель диссертационной работы состоит в решении научной задачи повышения эффективности использования долговых инструментов в финансировании хозяйственной деятельности российских промышленных предприятий;

Исходя из вышеуказаннойцели,, были определены следующие задачи:

- исследовать место и роль, долговых инструментов: в; финансировании предпринимательской деятельности промышленных предприятий на основе анализа и обобщения существующих подходов: российской и западных школ экономической теории и финансового менеджмента;

- проанализировать российскую и зарубежную практику привлечения финансовых ресурсов с помощью корпоративных долговых инструментов и сопоставить последние тенденции на мировых финансовых рынках с направлениями развития российского рынка долгового финансирования;

- на основе анализа нормативно-правовых актов, регулирующих выпуск долговых ценных бумаг, рассмотреть технологию их эмиссии- и выявить факторы, влияющие на успешное размещение выпуска среди широкого круга инвесторов;

определить критерии эффективности использования долговых инструментов в финансировании предпринимательской деятельности российских промышленных предприятий; \

- разработать практические рекомендации по конструированию основных параметров выпускаемых предприятием долговых финансовых инструментов, способствующих их успешному размещению на рынке долгового капитала;

- определить основные этапы стратегии финансирования, направленные на расширение возможностей российских промышленных предприятий ПО освоению всего спектра существующих на финансовом рынке долговых инструментов;

- на основе моделирования финансовых потоков промышленного предприятия изучить влияние использования долговых инструментов на цену совокупного капитала и рыночную стоимость предприятия.

- выявить условия и факторы оптимизации структуры капитала промышленных предприятий с помощью долговых источников финансирования, способствующих снижению средневзвешенной стоимости-капитала и росту рыночнойкапитализации предприятия.

Предметом исследования является- механизм финансирования российских предприятий различных отраслей промышленности с использованием долговых инструментов.

Объектом исследования выступают долговые финансовые инструменты, используемые российскими предприятиями в качестве источников финансирования их предпринимательской деятельности.

Теоретические и методологические основы исследования. Изучение проблем теории и практики использования долговых инструментов- в финансировании промышленных предприятий построено на основе системного подхода с применением таких методов и приемов исследования, как анализ и синтез, группировка и сравнение, научная абстракция и прогнозирование, структурно-динамический анализ и экономико-математическое моделирование. В ходе исследования применялись общенаучные методы динамического сравнения, статистические методы, метод экспертных оценок, а также методы финансово-экономического анализа. Теоретические выводы и практические предложения основываются на принципах логики, примененных к проведенным расчетам.

Информационная база, исследования сформирована на основе законодательных и нормативных актов Российской Федерации, Федеральной службы по финансовым рынкам и других федеральных органов, статистических и аналитических материалов Росстата, Минэкономразвития, информационных материалов ММВБ, статистических данных и аналитических материалов Банка международных расчетов. Кроме того, использовались собственные расчеты и исследования, автора, выполненные по материалам проспектов, эмиссии, ценных бумаг, инвестиционных меморандумов и финансовой отчетности российских предприятий различных отраслей промышленности.

Диссертация выполнена в соответствии с п. 3.7 паспорта специальности 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит.

Научная новизна, диссертационного исследования состоит в решении-научной задачи повышения эффективности использования российскими, промышленными предприятиями долговых инструментов на основе соблюдения выработанных критериев эффективности, использования схемы поэтапного освоения рынка долговых инструментов и применения методики оптимизации структуры источников финансирования. В процессе исследования в диссертационной работе получены следующие теоретические и практические результаты, определяющие научную новизну:

1. Определены роль и значение корпоративных облигаций как одного из наиболее востребованных и перспективных, инструментов долгового финансирования для российских предприятий, выявлены тенденции в особенностях конструирования основных параметров долговых инструментов и разработан прогноз развитияроссийского рынка корпоративных облигаций.

2: Предложены критерии эффективности использования долговых финансовых инструментов, соблюдение которых позволяет промышленным предприятиям привлекать необходимые денежные средства на финансовом рынке. Данные критерии включают минимальное пороговое значение объема эмиссии! (для облигаций «первого эшелона» - 1 млрд. рублей, «второго эшелона» - 500 млн. рублей, «третьего, эшелона» - 300 млн. рублей), срок обращения (для первого выпуска - не более 1-2 лет, для последующих выпусков1 - 3 года, и выше) и уровень спрэдов по доходности (для облигаций «первого-эшелона» - 50-150 б.п., «второго эшелона» - 150-350 б.п., «третьего эшелона» -350-400 б.п.1).

3. Обоснован порядок формирования как общих, так и специфических параметров эмиссии корпоративных облигаций в зависимости от влияющих на потребности эмитентов и интересы инвесторов внешних и внутренних факторов.

4. Разработана схема поэтапного освоения, российскими промышленными предприятиями рынка долговых инструментов, позволяющая в зависимости от стадии экономического развития предприятия определить стратегию долгового, финансирования.

5. Предложена методика оптимизации структуры источников финансирования по критерию минимизации цены капитала, позволяющая предприятию, независимо от отрасли промышленности, стадии развития и финансового состояния, оценить потенциал снижения средневзвешенной стоимости капитала.

Практическая-, значимость. Основные положения; выводы и рекомендации диссертационной работы ориентированы на широкое использование российскими- предприятиями. различных отраслей промышленности, которые рассматривают долговые инструменты в качестве альтернативного источника финансированиясвоей хозяйственной деятельности: Практическую значимость имеют следующие положения:

1. Практические рекомендации по конструированию основных параметров долговых финансовых инструментов на основе предложенных критериев эффективности; позволяющих эмитенту определить оптимальные значения объема, срока и уровня-доходности долговых обязательств, что подтверждено апробацией на российском промышленном предприятии.

2. Схема поэтапного освоения долгового рынка, использование которой позволяет любому российскому предприятию на основе специально разработанной матрицы установить стадию его экономического развития- и в зависимости от этого определить последовательность действий по расширению своих возможностей на финансовом рынке посредством диверсификации источников.финансирования - от использования мелких банковских кредитов.на короткие сроки до выпуска крупных и долгосрочных долговых ценных бумаг, включая корпоративные облигации, кредитные ноты и еврооблигации.

Зі Моделирование финансовых потоков на, примере предприятий различных отраслей промышленности, проведение которого позволило выявить, что присутствие в структуре капитала того или иного долгового инструмента позволяет снизить средневзвешенную стоимость капитала, улучшить временную» структуру заемных источников финансирования и повысить рыночную капитализацию предприятия.

4. Методика оптимизации структуры капитала с помощью долговых финансовых инструментов по критерию минимизации цены капитала, которая может применяться не только теми заемщиками, которые уже используют тот или иной долговой инструмент, но и предприятиями, которые только планируют выйти на рынок долгового финансирования:

Реализация отдельных предложений могла бы способствовать выработке более эффективной экономической политики государства, направленной на усиление роли долговых ценных бумаг в качестве эффективного инструмента финансирования: инвестиционных потребностей предприятий различных отраслей экономики.

Апробация и; внедрение результатов исследования. Диссертация выполнена в рамках научно-исследовательских работ, проводимых Финансовой академией при Правительстве Российской Федерации в соответствии с комплексной темой- «Пути развития финансово-экономического сектора России». Основные положения диссертации докладывались и обсуждались на заседаниях кафедры «Финансовый, менеджмент» ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации».

Основные результаты диссертационного исследования нашли-практическое применение в деятельности ОАО «Приборный завод «Тензор» в процессе разработки методики-оптимизации структуры капитала предприятия и при конструировании основных параметров размещенного в ноябре 2006 года 3-летнего облигационного займа на сумму 500 млн. рублей, что подтверждено соответствующей справкой о внедрении.

Материалы диссертации используются кафедрой «Финансовый менеджмент» ФГОУ ВПО «Финансовая1 академия1 при Правительстве Российской Федерации» в преподавании учебных дисциплин «Финансы организаций (предприятий)» и «Финансовый менеджмент».

Публикации по теме диссертации. По теме диссертации опубликовано 6 научных статей общим объемом 2,33 п.л. (весь объем авторский), в том числе 2 работы опубликованы в изданиях, входящих в перечень ВАК.

## Состав и структура источников финансирования деятельности предприятий

С финансовой точки зрения процесс создания и функционирования предприятия представляет собой процесс аккумулирования и последующего инвестирования средств с целью получения прибыли и повышения рыночной стоимости самого предприятия. Важнейшей сферой управления финансами предприятия являются финансовые решения, суть которых сводится к формированию достаточных для развития предприятия финансовых ресурсов, поиску новых источников финансирования на денежном рынке и рынке капиталов, использованию новых финансовых инструментов, позволяющих решать ключевые проблемы финансов предприятий: платежеспособность, ликвидность, доходность и оптимальное соотношение собственных и заемных источников; финансирования предприятия. Поэтому поиск и эффективное использование источников финансирования производственных и инвестиционных потребностей предприятия является, по нашему мнению, одной из главных задач финансового менеджера в управлении корпоративными финансами в условиях рынка.

В настоящее время российские предприятия для финансирования своей производственной, инвестиционной и финансовой деятельности используют следующие источники финансирования:

1) собственные средства и внутрихозяйственные резервы (прибыль, амортизационные отчисления, денежные накопления и сбережения граждан и юридических лиц, выплаты страхового возмещения, от страховых компаний, мобилизация внутренних ресурсов в строительстве);

2) заемные средства (банковские и бюджетные кредиты, инвестиционный налоговый кредит, средства от реализации на финансовом рынке облигаций и другие); 3) привлеченные средства (средства от продажи акций, паевые и иные взносы участников и другие);

4) денежные средства, централизуемые объединениями (союзами) предприятий в установленном порядке;

5) инвестиционные ассигнования из бюджетов и внебюджетных фондов разных уровней;

6) иностранные инвестиции.

Для эффективной организации финансирования предпринимательской деятельности следует классифицировать имеющиеся источники финансирования российских предприятий. Один из подходов к классификации источников финансирования деятельности предприятий предлагается-профессором В.В. Ковалевым . Автор выделяет следующие источники финансирования: заемные, акционерный капитал, отложенная прибыль. В данном случае4 в основе классификации лежит лишь один признак (по-отношению собственности на источники финансирования), что является, на наш взгляд, недостаточным для ее практического применения при планировании финансирования инвестиционных проектов промышленных предприятий.

## Критерии эффективности использования долговых инструментов в финансировании предприятий

Недостаточный объем выпуска может вызвать опасения инвестора, что инструмент останется неликвидным, что потребует от эмитента повышения доходности в качестве платы за неликвидность. По мере развития рынка корпоративных облигаций минимальный требуемый объем выпуска в представлении организаторов выпусков и инвесторов постепенно менялся. Так, на начало 2002 года ликвидным считался выпуск объемом не менее 200 млн. рублей. К концу 2004 года в связи с выходом на рынок крупных заемщиков с достаточно высокими объемами заимствований пороговый объем выпуска поднялся до 500 млн. рублей. ІГ настоящее время займы с объемом менее 1 млрд. рублей считаются ограниченно ликвидными и имеют существенно более узкую базу инвесторов. Поэтому, на наш взгляд, выход на рынок рублевых облигаций целесообразен для предприятий с объемом продаж не менее 1,5 млрд. рублей в год. Однако необходимо отметить, что в современных условиях на ликвидность и рентабельность выпуска также влияет и кредитное качество заемщика. В зависимости от степени надежности эмитента инвесторы выделяют три уровня или «эшелона» эмитентов, которые будут более подробно рассмотрены позже при анализе параметра платности. В связи с этим минимальное пороговое значение по объему эмиссии, обеспечивающее ликвидность выпускаемых долговых ценных бумаг, для облигаций «первого эшелона» является 1 млрд. рублей, для второго - 500 млн. рублей, а для третьего - 300 млн. рублей.

Другим важным фактором, влияющим на размер займа, является наличие издержек по организации выпуска: налог на операции с ценными бумагами, необходимость оплаты услуг организатора выпуска и его андерраитора (как правило, устанавливается в процентах от объема эмиссии, однако сам размер процента снижается с ростом объемов), финансового консультанта (при размещении по открытой подписке и/или в случае предполагаемого вторичного обращения). Следовательно, выпуск облигаций объемом менее 100— 150-млн. рублей экономически нецелесообразен для эмитента.

Таким образом, оптимальный объем займа определяется для каждого эмитента взависимости от его финансового положения, целей заимствования и отраслевой специфики. При этом облигационные займы объемом менее 300 млн. рублей, в связи с объективным отсутствием возможности формирования ликвидного вторичного рынка, целесообразно, по нашему мнению, размещать среди целевой группы инвесторов, что позволит повысить его инвестиционную привлекательность за счет более точного учета интересов целевой группы приобретателей облигаций при конструировании иных параметров; а также снизить относительную стоимость привлечения финансирования для-эмитента, поскольку в этом случае у предприятия нет необходимости нести затраты на оплату услуг финансового консультанта.

## Схема поэтапного освоения рынка долговых инструментов

Выбор предприятием: источника, финансирования зависит от его финансового положения, долгосрочных целей развития, личных предпочтений и интересов акционеров и высшего руководства предприятия, а также от внешних экономических условий. Характер и условия- финансирования различаются в зависимости от того, к какому долговому инструменту прибегнет предприятие в поисках источника финансирования своей производственной и инвестиционной деятельности.

Предприятие, стремящееся привлечь инвестиции, должно четко -представлять себе, насколько тот или иной источник финансирования приемлем и реально доступен для него в данной ситуации. Чтобы, сделать правильный выбор, руководство предприятия должно проанализировать следующие факторы:

- текущее финансовое состояние предприятия;

- наличие на рынке необходимых финансовых инструментов;

- стоимость финансирования;

- сроки и условия финансирования;

- обеспечение, необходимое для привлечения средств;

Рассмотрим, какими источниками долгового финансирования пользовались российские промышленные предприятиям период с 2003 по 2007 год; Существенную долю в общей структуре источников долгового финансирования занимают банковские кредиты, посредством которых в 2007 году предприятия привлекли средства в размере 8,73 трлн. рублей, что составило около 80% от общего объема корпоративных займов46 (Приложение №4). Это говорит о том, что банковский кредит, несмотря на определенные недостатки, по-прежнему остается самым доступным и широко используемым источником долгового финансирования российских предприятий независимо от масштабов их деятельности и отраслей промышленности. Однако, следует отметить, что по мере развития российского фондового рынка за последние 4-5 лет предприятия активными темпами осваивают рынок долговых ценных бумаг, привлекая финансовые ресурсы посредством выпуска векселей, облигаций; кредитных нот и еврооблигаций. Интерес к этим долговым инструментам-увеличивается со стороны корпоративных заемщиков с каждым годом, о чем свидетельствуют данные таблицы 20. Таблица 20.