Селезнева Виктория Юрьевна. Управление формированием заемного капитала предприятия : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Волгоград, 2004 162 c. РГБ ОД, 61:05-8/1425

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Теоретические основы управления формированием заемного капитала предприятия

1.1. Сущность и принципы управления формированием заемного капитала и его источники

1.2. Особенности регулирования финансовых потоков предприятия при управлении заемным капиталом

Глава 2. Политика привлечения заемного капитала предприятия и приоритеты регулирования его финансовых потоков

2.1. Зарубежный опыт привлечения заемных средств предприятием

2.2 Политика привлечения заемного капитала и ее влияние на финансовую стратегию предприятия

Глава 3. Основные направления совершенствования управления формированием заемного капитала предприятия

3.1. Стратегия выхода предприятия на рынок публичных заимствований

3.2. Перспективы использования корпоративных облигаций при формировании заемного капитала предприятия

Заключение 148

Список использованной литературы 151

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Повышение эффективности бизнеса в отраслях промышленного комплекса невозможно только в рамках собственных ресурсов предприятий. Для расширения их финансовых возможностей необходимо привлечение дополнительных заемных средств с целью увеличения вложений в собственный бизнес, получения большей прибыли. В связи с этим управление формированием заемного капитала -одно из важнейших функциональных направлений регулирования корпоративных финансов.

Проблема обеспечения промышленного предприятия финансовыми ресурсами как долгосрочного характера, так и краткосрочного характера является актуальной для осуществления процесса расширенного воспроизводства. Источниками заемного капитала могут стать средства, привлекаемые на рынке ценных бумаг, и кредитные ресурсы. Выбор источника долгового финансирования и стратегия его привлечения определяют базовые принципы и механизмы организации финансовых потоков предприятия. Эффективность и гибкость управления формированием заемного капитала способствуют созданию оптимальной финансовой структуры капитала предприятия.

Таким образом, актуальность исследования обусловлена необходимостью дальнейшего всестороннего научного анализа управления формированием заемного капитала предприятия, которое оказывает непосредственное влияние на финансовый результат деятельности предприятия, что, во-первых, позволит выбрать и обосновать наиболее рациональную стратегию привлечения заемных средств, а, во-вторых, определить возможные пути и необходимые меры по привлечению капитала в реальную сферу производства.

Степень разработанности проблемы. В теоретико-методологическом плане исследования управления заемным капиталом предприятия и структурой источников его финансирования автор опирался на труды отечественных и зарубежных ученых таких, как М. Аликаевой, А. Бабич, И. Балабанова, В. Батурина, В. Белолипецкого, А. Белякова, И. Бланка, В. Бочарова, Л. Дробозиной, О. Ефимовой, В. Керимова, В. Ковалева, Н. Колчиной, А. Константиновой, М. Крейниной, Е. Кузнецова, В. Леонтьева, М. Лимитовского, Е. Лобановой, Л. Павловой, Р. Сайфулина, Н. Самсонова, О. Соколовой, Е. Стояновой, Т. Тепловой, Г. Токаренко, Н. Тренева, Э. Уткина, И. Хоминич, А. Шеремета, П. Шуляка, Г.Александера, Дж. Бейли, Ю. Бригхема, 3. Боди, Дж. Ван Хорна, Дж. Ваховича, Р. Вестерфилда, Л. Гапенски, Б. Джордана, Б. Коласса, Р. Колба, Л. Крушвица, X. Курца, Р. Мертона, М. Миллера, Ф. Модильяни, С. Росса, Э. Хелферта, Р. Холта, Ч. Ли, Дж. Финнерти, У. Шарпа и др.

Теоретические и практические аспекты выхода отечественных предприятий на рынок публичных заимствований с разной степенью полноты рассматривались в работах А. Аракеляна, И. Барейша, Ю. Дементьевой, О. Деришевой, И. Диркова, А. Иванова, М. Иоффе, Е. Калининой, В. Карбовского, Д. Карякина, А. Килячкова, А. Козлова, А. Колягина, С. Лялиной, В. Петрова, А. Саркисяна, С. Суверова, Л. Токун,

A. Третьякова, М. Фаненко, Л. Храпченко, С. Шовикова, А. Шуракова и др.

В процессе разработки авторской концепции данной проблемы были использованы результаты исследований В. Ивантера, В. Полтеровича,

B. Сенчагова, М. Эскиндарова и др.

Несмотря на большое количество работ, посвященных управлению заемным капиталом предприятия, существует потребность в комплексной разработке теоретических и практических вопросов его формирования. В теоретическим плане интерес представляет исследование этого процесса с использованием системного подхода и разработка количественных и качественных показателей доступности источников финансирования предприятия. В практическом плане для отечественных предприятий необходимы создание и реализация эффективной стратегии их выхода на

рынок публичных заимствований и определение направлений совершенствования формирования заемного капитала.

Недостаточная изученность эффективных методов управления формированием заемного капитала предприятия для создания благоприятных условий расширенного воспроизводства определили выбор темы, цель исследования и его задачи.

Цель исследования заключается в теоретическом обосновании эффективной стратегии выхода промышленного предприятия на фондовый рынок в рамках управления формированием его заемного капитала и разработке методического инструментария ее реализации.

Осуществление поставленной цели потребовало решения следующих основных задач:

- реализовать системный подход к изучению управления формированием заемного капитала промышленного предприятия, позволяющий уточнить цели, функции и принципы данного процесса;

- конкретизировать качественные и количественные показатели, положенные в основу выбора и обоснования наиболее рационального источника финансирования деятельности предприятия;

- разработать методику принятия финансовых решений в области привлечения предприятием заемных средств;

- определить приоритеты стратегии выхода предприятия на рынок публичных заимствований в процессе поэтапного освоения беззалоговых финансовых инструментов;

- предложить практические рекомендации по совершенствованию процесса формирования заемного капитала промышленного предприятия.

Предметом исследования стали экономические отношения между учреждениями кредитно-финансовой сферы и промышленным предприятием по поводу формирования его заемного капитала.

Объект исследования - промышленные предприятия, формирующие заемный капитал в результате привлечения беззалоговых инструментов.

Теоретической и методологической основой исследования

послужили теоретические положения, изложенные в работах отечественных и зарубежных авторов, нормативные документы, касающиеся регулирования процесса формирования заемного капитала промышленным предприятием, в Российской Федерации. В работе применялись методы научной абстракции; экономического, математического и финансового анализа; сравнения и аналогии; единства объективного и субъективного в развитии экономических процессов; статистического и математического моделирования.

Информационно-эмпирической базой явились данные

статистических и финансово-экономических изданий России и других стран, информационной сети Интернет, материалы научных семинаров и конференций, статистические данные Госкомстата Российской Федерации, Волгоградского областного комитета государственной статистики, аналитические статьи отечественных и зарубежных ученых, данные финансовой отчетности отдельных промышленных предприятий г. Москвы и г. Волгограда.

Основные положения диссертационного исследования, выносимые на защиту:

1. Целью управления формированием заемного капитала предприятия является определение его наиболее рационального источника заимствования, способствующего повышению стоимости собственного капитала предприятия. Сущность управления этим процессом проявляется в реализации следующих функций: оперативных, связанных с непосредственным управлением денежными потоками; координационных, обеспечивающих анализ потребности в заемных средствах, их структурирование по форме и условиям привлечения; контрольных, обеспечивающих оценку эффективности привлечения предприятием заемных средств; регулирующих, включающих разработку мероприятий, направленных на повышение эффективности форм и условий реализации займовых операций предприятия.

2. Основными принципами управления формированием заемного капитала предприятия являются: принцип соответствия — предполагает, что стратегия управления формированием заемного капитала предприятия должна соответствовать его общей стратегии управления капиталом; принцип финансовой обусловленности - позволяет реализовать существующую непосредственную связь между финансовыми решениями при формировании стратегии привлечения заемных средств предприятием и эффективностью его деятельности; принцип динамизма управления займовыми операциями предприятия - обусловлен быстрой адаптацией к изменениям факторов внешней и внутренней среды бизнеса; принцип вариантности — определяется необходимостью выбора формы и условий привлечения предприятием заемных средств в результате сопоставления альтернативных вариантов.

3. Выбор рационального источника финансирования деятельности предприятия определяется количественными (среди которых цена привлечения, требующая минимизации) и качественными (степень формализованное™, персонификации, наличие нормативно-правовых барьеров и др.) показателями его доступности.

4. Методика принятия финансовых решений в области привлечения предприятием заемных средств должна быть основана на следующих принципах: невозможности точного расчета реальной будущей доходности капитала и принятия единственно правильного решения; существенное влияние принятого решения на поведение и ожидания субъектов внешней среды; корректировка финансового решения в зависимости от текущей ситуации, что не устранит полностью последствия ранее принятых неправильных решений.

5. Использование беззалоговых инструментов является одним из способов снижения цены привлекаемых предприятием финансовых ресурсов. Риск ценной бумаги включает не только риск самого инструмента, но и риск фондовой инфраструктуры. Стратегия выхода предприятия на рынок публичных заимствований должна быть основана на поэтапном освоении финансовых инструментов. На начальном этапе формирования кредитной истории предприятию целесообразно эмитировать такие ценные бумаги, которые позволяют максимально снизить трансакционные издержки выпуска и обращения, а в условиях сформировавшейся (положительной) кредитной истории - ценные бумаги с минимальной премией инвесторам за риск.

6. Приоритетным направлением совершенствования процесса формирования заемного капитала предприятия является развитие инфраструктуры фондового рынка с целью снижения рисков посредством создания централизованных расчетно-депозитарной и клиринговой структур, улучшения механизма защиты прав всех участников займовых операций, а также осуществления контроля за финансово-инвестиционными потоками. Научная новизна полученных результатов состоит в следующем:

- развиты теоретические основы управления формированием заемного капитала предприятия посредством уточнения содержания его функций (оперативных, координационных, контрольных и регулирующих) и систематизации его принципов (соответствия, финансовой обусловленности, динамизма, вариантности);

- уточнен критерий выбора рационального источника финансирования предприятия, в качестве которого выступает минимальная цена привлечения источника финансирования заемного капитала при условии его доступности по показателям формализации, персонификации, нормативно-правовых барьеров и др.;

предложена методика принятия финансовых решений в области привлечения заемных средств, которая предусматривает в комплексе выбор альтернативного варианта возможного развития событий, оценку ожидаемого результата исполнения займовой операции и время его достижения, а также обоснование критерия проверки правильности принятого решения, что позволит определить финансовую стратегию коммерческой организации в соответствии с прогнозами рыночной динамики и увязать ее с общей стратегией развития фирмы. - определены приоритеты стратегии выхода предприятия на рынок публичных заимствований на основе постепенной компенсации риска ценной бумаги за счет снижения сначала трансакционных издержек ее выпуска и обращения, а затем за счет уменьшения премии инвесторам, которая во многом определяется формой заимствования и кредитной историей заемщика;

- доказано, что приоритетным направлением совершенствования процесса формирования заемного капитала предприятия является развитие инфраструктуры фондового рынка, что требует создания централизованных расчетно-депозитарнои и клиринговой структур, улучшения механизма защиты прав всех участников займовых операций, осуществления контроля за финансово-инвестиционными потоками.

Теоретическая и практическая значимость работы. Теоретическая значимость диссертационного исследования определяется развитием теоретических основ управления формированием заемного капитала предприятия с позиций системного подхода и уточнением критерия выбора наиболее рационального источника долгового финансирования.

Практическая значимость диссертационного исследования состоит в решении конкретных задач отечественных предприятий в области привлечения заемных средств, а именно в разработке стратегии выхода предприятия на рынок публичных заимствований, принципов принятия финансовых решений в области формирования заемного капитала предприятия. Отдельные положения диссертации могут быть использованы в качестве учебного материала при чтении курсов «Финансовый менеджмент», «Финансы предприятий», «Рынок ценных бумаг».

Апробация результатов исследования. Основные положения и выводы диссертации прошли апробацию на Всероссийской научно-практической конференции «Современное состояние и перспективы развития экономики» (г. Пенза), V Международной конференции молодых ученых и студентов «Актуальные проблемы современной науки» (г. Самара),

Всероссийской научно-практической конференции «Трансформация хозяйственного механизма в условиях социально-экономических реформ: региональный аспект» (г. Волгоград) и на региональной научно-практической конференции в рамках научной сессии Волгоградского государственного университета. Результаты диссертационного исследования использованы при выборе и обосновании стратегии формирования заемного капитала предприятия ООО «Династия и К°».

Публикации. По материалам диссертации опубликовано 6 научных работ общим объемом 2,25 п.л.

## Сущность и принципы управления формированием заемного капитала и его источники

Ресурсное обеспечение предприятия является необходимым условием его развития. Именно наличие финансовых ресурсов определяют возможности формирования заемного капитала на промышленных предприятиях. В связи с этим система управления формированием заемного капитала - одно из важнейших функциональных направлений в системе управления капиталом. Его функциональными подсистемами являются привлечение финансовых ресурсов и оценка их эффективности.

В целом финансовое управление формированием заемного капитала предприятия представляет собой систему принципов и методов разработки и реализации финансовых решений, регулирующих процесс привлечения заемных средств, а также определяющих наиболее рациональный источник финансирования заемного капитала в соответствии с потребностями и возможностями развития предприятия.

На первоначальном этапе формирования заемного капитала необходимо определиться с источниками и объемами привлечения финансовых ресурсов, затем производится оценка эффективности определенного источника привлечения ресурсов, оптимизация форм привлечения, оценка риска, связанного с формированием капитала. Основными объектами управления при формировании заемного капитала являются его стоимость (цена) и структура. Субъектная структура определяется в соответствии с внешними источниками финансирования деятельности предприятия, которые включают в себя различные формы займов и кредитов .

## Зарубежный опыт привлечения заемных средств предприятием

Одной из задач управления формированием заемного капитала является выбор таких источников финансирования, которые лучше всего соответствуют особенностям коммерческой организации в плане осуществления эффективных операций по привлечению дополнительных средств. В этой связи мы рассмотрим зарубежный опыт организации займовых операций и выделим наиболее существенные факты, которые имеют значение при управлении финансовыми потоками.

Заем может быть получен путем обычной открытой подписки или посредством частного размещения среди ограниченного круга финансовых институтов. Один из важных видов частных займов - банковские ссуды на срок, период погашения которых колеблется от 1 до 8 лет, что меньше, чем срок действия большинства облигаций. Другая форма частных займов в зарубежной практике — проектное финансирование, составляющее весьма привлекательную часть рынка заемного капитала. Понятие "проектное финансирование" вызывает в воображении картину многомиллионных займов для разработки полезных ископаемых в экзотических уголках мира.

В странах с развитой рыночной экономикой существует огромный рынок стандартных долгосрочных облигаций частного размещения, очень схожих с облигациями открытой подписки, о которой пойдет речь далее, но опять же с позиций выявления особенностей регулирования финансовых потоков. Выбор между частным размещением или открытой подпиской отчасти определяется соответствующими расходами на эмиссию, поскольку открытая подписка предполагает более высокие расходы и более низкую ставку процента. Однако решение коммерческой организации будет зависеть не только от одних расходов на эмиссию. Существуют три других аспекта, по которым облигация частного размещения отличается от своего собрата, размещенного путем открытой подписки.

Во-первых, для частного размещения займа в одном или двух финансовых институтах может оказаться достаточно выписки простого векселя. Это обычная долговая расписка (IOU - "я вам должен"), налагающая определенные обязательства на заемщика. При открытой же подписке необходимо позаботиться о представительстве интересов облигационеров на переговорах, процедуре выплаты процентов и погашения основной суммы долга. В этом случае оформление контракта бывает значительно сложнее.

Во-вторых, облигации открытой подписки - это высоко стандартизированные документы. Так оно и должно быть, поскольку коммерческие организации постоянно их покупают и продают, не проверяя условия сделок в соглашении. Но это совсем не обязательно при частном размещении, когда облигации не продаются на регулярной основе; их покупателями и держателями являются крупные институты, которые имеют все возможности для выявления каких-либо необычных характеристик облигации. Более того, поскольку частное размещение предполагает более низкие постоянные издержки эмиссии, обычно к нему прибегают небольшие коммерческие организации, т. е. как раз те, кто в наибольшей степени нуждается в заемном капитале специального назначения.

Любое облигационное соглашение призвано защищать интересы кредиторов, поэтому оно налагает на заемщика определенные обязательства. При частном размещении такие ограничения могут быть чрезвычайно строгими. Например, для выпуска дополнительного облигационного займа может потребоваться согласие уже существующих облигационеров. Это легко сделать при частном размещении, когда число заимодателей ограничено одним или двумя. Однако это практически невозможно при публичном. Поэтому открытое размещение займа предполагает менее строгие ограничения.

Коммерческая организация в западной практике регулирования финансовых потоков и управления заемным капиталом может выпустить облигации в обращение либо на внутреннем рынке, либо за рубежом, например, в виде эмиссии иностранных облигаций. В этом случае она размещает облигации на иностранном рынке капитала точно также как любая местная компания. Облигации, конечно, должны быть деноминированы в местной валюте, а их эмиссия должна соответствовать национальным правилам. Для американских заемщиков наиболее важное значение в качестве рынков размещения иностранных облигаций приобрели Швейцария и Япония.

Иностранные облигации выпускаются для размещения в конкретной стране и должны отвечать требованиям национального законодательства. Вместе с тем существует международный рынок долгосрочных займов, известный как рынок еврооблигаций. Еврооблигациями называют такие облигации, которые международный синдикат подписчиков продает одновременно в нескольких странах. Хотя еврооблигации продаются по всему земному шару, их подписчики и дилеры базируются в Лондоне. В их число входят также лондонские отделения коммерческих и инвестиционных банков США, Европы и Японии.

Контракт на частное размещение может быть оформлен в виде простого векселя или долговой расписки. Контракт при открытой подписке облигационного займа в США принимает форму соглашения, или трастового договора, между заемщиком и трастовой компанией, которая, как представитель облигационеров, обязана следить за соблюдением условий соглашения, управлять фондом погашения и отстаивать интересы держателей облигаций в случае неплатежеспособности заемщика.

## Стратегия выхода предприятия на рынок публичных заимствований

Залогом устойчивого развития предприятия является наличие долгосрочных источников финансирования его инвестиционной деятельности. Необходимость рационализации условий привлечения финансирования заставляет предприятия постоянно снижать стоимость (цену) привлекаемых финансовых ресурсов.

Несмотря на снижение темпов инфляции и ощутимое улучшение инвестиционного климата, объем долгосрочных кредитов (сроком свыше 3 лет) в России не превышает 2,5 млрд.долл., а их доля в совокупном объеме кредитов за 5 лет сократилась с 8 до 5%. По оценкам экспертов, капитализация российских банков растет всего на 5-7 млрд.долл. в год, что значительно меньше требуемого расширения финансового потока. Кроме того, активы российских банков слишком малы для кредитования крупных инвестиционных проектов, так как лишь у 15 самых крупных отечественных банков они превышают 1 млрд. долл. 6 Однако проблема кредитования банками долгосрочных инвестиций в основной капитал имеет фундаментальный характер. Исторически сложилось, что банки кроме кредитных функций выполняют и расчетные функции. Как только риски по кредитной стороне деятельности банка возрастают, это ставит под угрозу деятельность банка как расчетного института. Не случайно нормативы, которые устанавливает Центральный банк РФ для инвестиционной деятельности коммерческих банков, довольно жесткие. При чем, в России уровни рисков заемщиков достаточно высоки, особенно когда кредиты выходят за пределы годового горизонта. Финансированием значительного числа инвестиционных проектов в соответствии с нормативами, установленными Банком России, могли бы заниматься только всего 4-5 крупных банков17. В тоже время нет эффективного механизма синдицирования кредитов. В этих условиях банки не могут эффективно кредитовать основной капитал реального сектора, поэтому основные долгосрочные источники инвестиций находятся именно на фондовом рынке, что подтверждает и мировой опыт. Так, по итогам 2003г. доля средств, «привлеченных посредством эмиссии ценных бумаг, в совокупном объеме инвестиций в национальную экономику в США превышала 60%, в Австралии достигла 50%, в Германии - 35 %, во Франции - 40 %».18

Таким образом, одним из способов снижения стоимости привлекаемых финансовых ресурсов предприятием является использование беззалоговых инструментов. Риск ценной бумаги состоит двух основных частей: риска самого инструмента и риска инфраструктуры, обслуживающей его обращение. Как правило, при выпуске определенной ценной бумаги предприятие имеет возможность снизить один из названных рисков. Так, например, предприятие, не имеющее кредитной истории, вынуждено платить завышенную премию инвесторам за риск, поэтому в данном случае целесообразно привлекать финансовые ресурсы посредством ценной бумаги, которая позволит сэкономить на издержках выпуска и обращения. На этом этапе наиболее рациональными инструментами привлечения беззалогового финансирования с публичного рынка капитала остаются векселя и облигации.