

© 2012 г. *И.Ю. Бирюкова*

*УДК 332*

## **МЕХАНИЗМ УПРАВЛЕНИЯ ПРОЦЕССАМИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ОРГАНИЗАЦИЙ**

В последние годы для привлечения большего числа инвесторов широкое распространение стало получать первичное размещение акций акционерных обществ по открытой подписке (IPO – Initial Public Offering) на фондовых биржах. Основных ограничений при этом два: 1) акции данной компании до момента их публичного размещения не имели хождения на рынке ценных бумаг; 2) не менее 30% от общего объема IPO должно быть размещено на российском отечественном рынке. Организации процесса IPO предшествует решение о преобразовании компании в открытую публичную корпорацию (going public), что предполагает продажу части акций компании внешним инвесторам (вкладчикам) и выходом впоследствии на открытые рынки.

Преобразование фирмы в открытую (публичную) корпорацию с выходом на открытые рынки имеет свои преимущества и недостатки. К преимуществам относятся:

- возможность диверсифицировать вложения в разные финансовые инструменты;
- легкость и дешевизна привлечения внешнего финансирования в будущем, т.к. компания в результате размещения акций на открытых рынках и публикации информации будет известна потенциальным инвесторам, повысится степень их доверия к компании;
- вероятная ликвидность ценных бумаг в публичной корпорации, что в закрытом акционерном обществе проблематично: продать внешним инвесторам трудно, а другие соучредители и владельцы компании могут попросту не иметь желания покупать акции своей же компании из-за возможного финансового риска;
- существенное расширение рынков сбыта продукции, что трудно осуществить в закрытой компании, и др. [1]

Недостатки преобразования фирмы в публичную корпорацию (субъективные сдерживающие факторы):

- опасение руководства компании как владельца предприятия утратить над ней реальный контроль;
- опасность поглощения компании новыми инвесторами на внешнем рынке через приобретение контрольного пакета акций;
- большие затраты (особенно для малых предприятий) на составление квартальных и годовых отчетов, публикацию отчетности и раскрытие конфиденциальной информации;
- неизбежные и достаточно высокие первоначальные затраты по организации IPO: реклама, продвижение бренда компании, оплата финансовых и прочих услуг;
- оплата услуг андеррайтеров при эмиссии и размещении акций – практически все выпуски ценных бумаг проводятся на условиях гарантированной подписки (соответственно риски банков-андеррайтеров достаточно высоки и, как следствие, оплата рисков, премия за риск тоже высока. Неслучайно инвестиционные банки-андеррайтеры создают зачастую синдикаты в целях минимизации риска, распределяя его среди участников синдиката.

Финансирование предприятия за счет IPO – эмиссии обыкновенных акций и их первоначального публичного размещения – позволяет в перспективе надеяться на рост капитализации компании, т.к. несомненно может повыситься ее кредитный рейтинг, возрасти признание в деловом мире, а в конечном итоге может увеличиться спрос на ее финансовые активы у потенциальных стратегических инвесторов. К внешним источникам финансирования предприятий в Российской Федерации можно также отнести размещение обыкновенных акций за рубежом в виде депозитарных расписок (depository receipts) – сертификатов, подтверждающих права их держателей на определенное количество депозитарных акций. К последним относятся деноминированные в иностранной валюте ценные бумаги, подтверждающие права собственности их владельцев на определенное количество акций иностранной компании, выпускаемых специальным банком-депозитарием страны, в которой осуществляется размещение.

Широкую известность в мире получили американские депозитарные расписки – ADR, впервые пущенные в обращение еще в 1927 г. В настоящее время все большее распространение получают в зависимости от рынка хождения глобальные депозитарные расписки – GDR и европейские депозитарные расписки – EDR. Все эти акции в виде депозитарных расписок могут выпускаться и продаваться за рубежом после регистрации их ФСФР России и включаться в котировальные листы отечественной биржи – РТС или ММВБ.

К недостаткам собственного финансирования организаций посредством выпуска и размещения депозитарных расписок можно отнести:

- доступность только крупным и сравнительно известным предприятиям;
- высокая стоимость выпуска и продажи депозитарных расписок;
- необходимость соблюдения жестких требований и правил в стране размещения и др.

Формирование собственного капитала предприятия предполагает существенные затраты. При этом более высоких затрат на финансирование долговых обязательств требует формирование заемного капитала. [2]

Включая в себя уставный капитал, резервные накопления прибыли, собственный капитал организации может также формироваться за счет такого источника финансирования, как государственное распределение бюджетных средств. Если прибыль и амортизационные отчисления позволяют предприятию в той или иной мере обеспечивать свою финансовую устойчивость и осуществлять расширенное воспроизводство, то бюджетные источники финансирования инвестиционных проектов носят более глобальный целенаправленный характер и позволяют в большей степени достигать сближения интересов конкретных организаций и государства, предприятий и регионов. Все более распространенной формой финансирования в последние годы во многих развитых странах становится венчурное финансирование (venture finance), являющееся своеобразным долгосрочным кредитом без получения гарантий, но предполагающее более высокую доходность вложений в случае успешной реализации рискованного мероприятия.

Как альтернативная специфическая форма финансирования частного бизнеса, частных инвестиций, венчурный капитал (от англ. venture – риск, рискованное предприятие или начинание), имеющий высокую степень неопределенности, ассоциируется, как правило, с крупными инновационными компания-

ми, способными к диверсифицированности финансовых вложений. Однако он играет также большую роль в развитии малого предпринимательства, направленного на разработку новых видов сырья, энергетических ресурсов, технологических линий и т.п. Фактически венчурное финансирование стало синонимом финансирования технологий. Благодаря венчурному (рисковому) финансированию появились научно-технические и практические разработки персональных компьютеров, микропроцессоров, геной инженерии и др. Известные сегодня всему миру крупнейшие компании Microsoft, Lotus, Cisco Systems в свое время получили поддержку именно со стороны венчурных вливаний.

Первоначально большинство венчурных компаний осуществляло собственное финансирование через закрытое размещение акций у одного или нескольких физических лиц – «бизнес-ангелов», которые получали свою долю в акционерном капитале (а зачастую и места в совете директоров компании) и могли рассчитывать на существенные дивиденды в будущем. С развитием компании могла возникнуть потребность в дополнительном финансировании предприятия, особенно когда речь шла о разработке какого-либо инновационного проекта. В этом случае создавался фонд венчурного капитала (venture capital fund), а руководители этого фонда получали название «венчурные капиталисты». Венчурные фонды имели возможность вкладывать средства одновременно в несколько венчурных фирм, что позволяло формировать портфель фонда (portfolio companies). При этом венчурные капиталисты, становясь членами совета директоров компаний, входящих в их портфель, могли контролировать использование вложенных средств.

Действие венчурных фондов, как правило, ограничено периодом 7-10 лет. По истечении этого срока они ликвидируются, а акции компаний, входящих в их портфели, могут быть проданы на открытом рынке либо просто распределены среди инвесторов (пайщиков) фонда. Для России проблема развития венчурного финансирования имеет особое значение. Ориентация в последние десятилетия на получение доходов за счет экспорта нефти, газа, леса, металла (можно условно назвать все это сырьем) приводит к явной зависимости страны от импортной продукции, предложить взамен которой мы, кроме сырья, в настоящий момент мало что можем. Недостаточная финансовая поддержка государством перспективных направлений в области использования новейших технических и технологических открытий объективно побуждает наших предпринимателей

искать другие источники финансирования своих проектов. Отказ или невозможность применения рискованных и в то же время перспективных направлений НТП может существенно снизить конкурентоспособность нашей продукции, а следовательно, создать серьезные проблемы роста ВВП, особенно в условиях, когда российские энергоресурсы начнут истощаться. Зависимость доходов бюджета страны от экспорта сырья должна быть минимальной.

Целью венчурного бизнеса как формы технологических нововведений является получение высокого дохода от инвестиций. Однако известно, что большая ожидаемая прибыль сопровождается большим риском. Поэтому важной проблемой, особенно в российских условиях, когда проблематично планировать любые технические проекты на срок более одного года, является разработка мероприятий по снижению риска. Учитывая длительность срока внедрения рискованной идеи и получения дохода от функционирующего венчурного капитала, необходимо в первую очередь создать благоприятные условия на макроуровне: снизить инфляцию в стране, оптимизировать налоговую политику, повысить уровень стабильности социально-экономического развития регионов и т.п.

В последние годы в разных странах все большее распространение получают помимо венчурного финансирования такие специфические (нетрадиционные) формы финансирования, как лизинг, проектное финансирование, факторинг, форфейтинг, ипотека. Среди выделенных специфических форм финансирования инноваций особое место занимает лизинг.

Малые компании, занимающиеся инновационной деятельностью, но не имеющие, как правило, достаточно финансовых средств на реализацию своих идей (особенно в первоначальный период создания материально-технической базы для разработки опытных образцов, проведения научных исследований и экспериментов, изготовления моделей и т. п.), испытывают повышенную потребность в определенном оборудовании или уникальных приборах, уже появившихся на рынке технических новшеств и способных ускорить производство и продвижение новых технологий, новых видов продукции, рост спроса и др. Благодаря использованию различных форм лизинга (финансового, операционного, возвратного, комбинированного) США, Япония и другие быстро развивающиеся страны, достигают сегодня весомых социально-экономических результатов, в том числе в области реализации инновационных проектов. Представляя собой долгосрочное соглашение, предусматривающее

полную амортизацию арендуемого оборудования за счет платы, вносимой арендатором, финансовый, или капитальный, лизинг (financial lease, capital lease) выгоден в первую очередь владельцу имущества, т.к. существенно снижает его риск и дает возможность лизингодателю получать регулярную плату за использование этого имущества лизингополучателем.

Использование финансового лизинга в соответствии с договором не допускает возможности досрочного прекращения аренды, что обеспечивает владельцу имущества регулярные лизинговые платежи. [3] По истечении срока действия договора о лизинге арендатор может вернуть объект аренды, продлить соглашение или заключить новое, а также купить объект лизинга по остаточной стоимости, которая зачастую носит чисто символический характер. При финансовом лизинге не предусматривается техническое обслуживание объекта лизинга, зато предусмотрена полная амортизация инвестиций лизинговой компании. Являясь формой вложения средств в основные фонды, лизинг по своей сути становится дополнением к традиционным источникам финансирования инвестиционных проектов. Его специфичность (как формы финансирования) проявляется в принципах использования. К ним относятся договорные отношения; равноправие сторон; платность; срочность; возвратность имущества; нерасторжимость договора о лизинге при смене собственника имущества и др.

Важную роль в управлении лизинговыми операциями играет страхование платежей по этим операциям и соответственно уменьшение финансового риска. Механизм страхования и перестрахования лизинговых операций формирует благоприятные условия для развития лизинга во все увеличивающихся объемах и создает предпосылки расширения сублизинговых отношений. В отличие от финансового лизинга операционный, или сервисный, лизинг (operating lease) предполагает не только финансирование, но и техническое обслуживание представителями лизингодателя объекта лизинга, причем оплата текущего технического обслуживания арендуемого оборудования включена в лизинговые платежи. Характерной особенностью операционного лизинга является также неполная амортизация арендуемого имущества: лизингополучатель имеет право в соответствии с договором о лизинге досрочно прекратить условия контракта. В данном случае лизингодатель явно может нести убытки, т.к. затраты на приобретение, установку и обслуживание оборудования будут несомненно выше.

Безусловно, арендатор по условиям операционного лизинга может в любой момент прервать договор, не дожидаясь периода его окончания, и вернуть имущество лизингодателю задолго до окончания срока эксплуатации оборудования или техники. Именно в этом прослеживаются очевидная выгода для лизингополучателя и несомненные возможные потери для лизингодателя. При операционном лизинге арендатор может, во-первых, своевременно избавиться от морально устаревших техники и оборудования и заменить их более производительными аналогами, во-вторых, избавиться от взятого в аренду имущества ввиду изменения рыночной конъюнктуры и как следствие неизбежности перемены бизнеса. Это особенно важно для небольших фирм, которым трудно обеспечить конкурентоспособность своей продукции.

Условия операционного лизинга в целом более выгодны для лизингополучателя: возможность досрочного прекращения аренды позволяет своевременно избавиться от морально устаревшего оборудования и заменить его более высокотехнологичным и конкурентоспособным. Кроме того, что особенно важно, при возникновении неблагоприятных обстоятельств арендатор может быстро прекратить данный вид деятельности, досрочно возвратив соответствующее оборудование владельцу, и значительно сократить совокупные затраты по ликвидации или реорганизации производства.

В случае реализации разовых проектов или заказов операционный лизинг освобождает от необходимости приобретения и последующего содержания оборудования, которое в дальнейшем не понадобится. Использование различных сервисных услуг, оказываемых лизинговой фирмой либо предприятием, производящим оборудование, часто позволяет сократить расходы на текущее техническое обслуживание и содержание соответствующего персонала.

К недостаткам операционного лизинга можно отнести:

- более высокую, чем при других формах лизинга, арендную плату;
- требования о внесении авансов и предоплат;
- наличие в контрактах пунктов о выплате неустоек в случае досрочного прекращения аренды;
- прочие условия, призванные снизить и частично компенсировать риск владельцев имущества.

В отличие от финансового и операционного лизинга возвратный лизинг характеризуется тем, что организация, владеющая землей, зданиями, оборудовани-

ем, техникой, продает все это имущество с одновременным оформлением договора о взятии отдельных видов имущества или всего имущества в лизинг на определенный срок. В данном случае лизинговые платежи поступают новому владельцу и лизингодателю равными долями, напоминая систему кредитования или ипотеки, если речь идет об уплате за арендуемое имущество. Договор о возвратном лизинге можно рассматривать как специальный вид финансового лизинга. Основное отличие лишь в том, что лизингодатель предоставляет бывшим владельцам имущества брать на условиях лизинга использованное оборудование, уже бывшее в эксплуатации, а не новое у производителя или дистрибьютора.

По мере развития такой формы финансирования, как лизинг, существенно расширился объем предоставляемых услуг лизингодателем арендатору. На практике договоры о лизинге зачастую стали сочетать в себе особенности и финансового, и операционного лизинга, что дало возможность говорить о комбинированном лизинге. В экономической литературе можно встретить и другие виды лизинга. Однако все они являются разновидностями либо финансового, либо операционного лизинга. Поэтому можно говорить о двух основных видах лизинга, среди которых более привлекателен для лизингодателя финансовый лизинг. Безусловно, финансовый лизинг выступает наиболее распространенным и более выгодным, с точки зрения, прежде всего риска, источником лизингового финансирования инновационного проекта.

Фактически финансовый лизинг является долгосрочным кредитом в виде функционирующего капитала. Если инвестор стоит перед проблемой выбора покупки необходимого оборудования с помощью ссуды или взятия его на условиях лизинга, то он неизбежно будет сравнивать затраты по данным способам кредитования исходя из финансовой эквивалентности платежей. Сравнение проводится с учетом приведения платежей к одному и тому же моменту времени, т.е. на основе дисконтирования денежных потоков.

Лизинговые платежи (или арендное, лизинговое финансирование) необходимо сопоставлять с заемной формой финансирования – приобретением оборудования в кредит. Нельзя категорически утверждать, что кредит более приемлем для юридических и физических лиц, чем лизинг. Может быть и обратная ситуация: когда предприятию выгоднее приобрести оборудование на условиях лизинга, чем брать его в кредит. Для физических лиц бывает выгоднее брать автомобили на условиях лизинга (аренды), чем в кредит: подтверждать

налоговые вычеты по арендуемым машинам часто оказывается легче, чем по транспортным средствам, купленным в кредит. К тому же значительная часть арендуемых физическими лицами автомобилей проходит через дилеров, которые в рекламных целях для привлечения клиентов могут устанавливать более привлекательные условия, особенно в отношении первого взноса. Лизингополучатель сам должен принимать окончательное решение о целесообразности своего выбора: кредит или лизинг, взвешивая все «за» и все «против». К тому же надо всегда учитывать и временную стоимость денег. [4]

Использование любого вида лизинга предполагает, с учетом положений Федерального закона от 29 октября 1998 г. № 164-ФЗ «О финансовой аренде (лизинге)» и Налогового кодекса РФ, что использование лизинга в качестве формы финансирования предприятия должно быть выгодно как для лизингополучателя, так и для лизингодателя. На «примирение» их интересов в значительной мере оказывают воздействие факторы, связанные с налоговым законодательством:

- методы амортизации;
- налоговые ставки;
- инвестиционный налоговый кредит (ITC – Investment Tax Credit);
- возможность использовать метод ускоренной амортизации, альтернативный минимальный налог (AMT – Alternative Minimum Tax).

Различные формы финансирования предприятий формируют условия эффективного управления финансами. Это в значительной мере касается вопросов управления оборотным капиталом. Его роль значима в силу ряда причин:

1. текущие активы производственного предприятия составляют, как правило, более 50% его суммарных активов;
2. чрезмерно большие объемы оборотных активов могут привести к снижению рентабельности инвестиционного капитала (ROI);
3. для малых предприятий оборотные средства (текущие обязательства) являются главным источником внешнего финансирования;
4. управление оборотным капиталом требует непрерывного ежедневного внимания и отвлекает значительную часть рабочего времени у финансового директора. [5]

В системе управления финансами вопросы управления оборотным капиталом занимают особое место еще и потому, что все текущие вопросы зачастую затрагивают процессы управления дебиторской и кредиторской

задолженностью, денежными средствами, товарно-материальными запасами, ценными бумагами и т.п. Успешно решая вопросы управления разными аспектами регулирования финансово-хозяйственной деятельности предприятия, финансовая служба может обеспечивать стабильное развитие организации в обозримом будущем.

## ЛИТЕРАТУРА

1. *Бланк И.А.* Инвестиционный менеджмент. Киев, 2005.
2. *Давыдов А.Ю.* Инфляция в экономике. М., 2011.
3. *Дунаев О.Н., Ершова И.В., Кузнецова Е.Ю.* Конкурентоспособность регионального управления. Екатеринбург, 2009.
4. *Кирьяков А.Г.* Воспроизводство инноваций в рыночной экономике (Теоретико-методологический аспект). Ростов-на-Дону, 2000.
5. *Лейбкинд А.Р., Рудник Б.Л.* Моделирование организационных структур. М., 1981.

## LITERATURE

1. *Blank I.A.* Investment management. Kyiv, 2005.
2. *Davydov A.* Inflation in the economy. M., 2011.
3. *Dunayev O.N., Ershova I.V., Kuznetsova E.Y.* Competitiveness of regional management. Yekaterinburg, 2009.
4. *Kiryakov A.G.* Reproduction innovation in a market economy (theoretical and methodological aspects). Rostov-on-Don, 2000.
5. *Leybkind A.R., Rudnik B.L.* Modeling of organizational structures. Moscow, 1981.