

Крылов Андрей Александрович
Макарова Василиса Александровна

**ПРАКТИЧЕСКИЕ ВОПРОСЫ
ФИНАНСИРОВАНИЯ
РЕАЛЬНОГО СЕКТОРА РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ**

Научная монография

Санкт-Петербург
2016

УДК 336.647/.648
ББК 65.263я73

Рецензенты:

д-р экон. наук, профессор Санкт-Петербургского государственного
экономического университета
Ткаченко Елена Анатольевна.

доктор экономических наук, профессор Санкт-Петербургского
государственного университета
Кудрявцев Андрей Алексеевич

Крылов А.А., Макарова В.А. Практические вопросы финансирования реального сектора российской экономики. Научная монография// СПб.: Изд-во Политехн. Ун-та, 2016. -200 с.

ISBN 978-5-600-01399-5

В настоящей монографии раскрыты ключевые теоретические и практические вопросы в области инструментов финансового рынка, используемыми корпорациями реального сектора для финансирования своих инвестиционных проектов. Авторами предложена научная модель для корпораций реального сектора с целью прогнозирования уровня процентных ставок в экономике для выстраивания планов своей деятельности, а также предложен механизм по выявлению наиболее эффективного инструмента финансирования инвестиционного проекта. Авторами подробно разобраны инструменты государственного регулирования процесса взаимодействия между финансовым и реальным секторами, а также выдвинуты рекомендации по устранению недостатков в действующем регулировании. Настоящая монография предназначена для студентов, аспирантов, преподавателей и научных работников, а также специалистов, осуществляющих деятельность в области управления финансовыми ресурсами в коммерческих организациях.

ISBN 978-5-600-01399-5

УДК 336.647/.648
ББК 65.263я73

© Крылов А.А., 2016
© Макарова В.А., 2016

Оглавление

ВВЕДЕНИЕ.....	4
ГЛАВА 1. РОЛЬ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ В ПРОЦЕССЕ ФИНАНСИРОВАНИЯ РЕАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ	11
1.1. Виды и методы финансирования реальных инвестиционных проектов.	11
1.2. Государственное обеспечение процесса финансирования реального секторов экономики РФ.	28
1.3. Особенности использования инструментов финансового рынка при финансировании реальных инвестиционных проектов. Теоретические подходы к понятию и содержанию инструментов.	67
ГЛАВА 2. АНАЛИЗ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ИНСТРУМЕНТОВ ФИНАНСОВОГО РЫНКА ДЛЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ	114
2.1. Инструменты финансового рынка, используемые отечественными корпорациями в современной России корпораций.	114
2.2. Значение финансовых посредников в финансировании инвестиционных проектов России в 2010-2012 годах.....	123
ГЛАВА 3. МОДЕЛИРОВАНИЕ ПРОЦЕССА ФИНАНСИРОВАНИЯ РЕАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ С ПОМОЩЬЮ ИНСТРУМЕНТОВ ФИНАНСОВОГО РЫНКА.....	139
3.1. Модель выбора источника финансирования инвестиционного проекта.....	139
3.2. Применение методов теории игр при прогнозировании уровня процентных ставок по инструментам финансового рынка.....	150
3.3. Организация службы по привлечению инструментов финансового рынка.	163
Список использованной литературы	183

ВВЕДЕНИЕ

Современный этап развития экономики России характеризуется постепенным переходом к инвестиционной модели экономического роста. Устойчивость этой тенденции зависит не только от сохранения благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры, которая перестала быть благоприятной в 2014 и 2015 годах в связи с резким падением мировых цен на нефть, макроэкономической и политической стабилизации в стране, но, прежде всего, от инвестиционной активности реального сектора экономики, поддержание и повышение которой в значительной степени определяется адекватностью механизмов аккумуляции и распределения финансовых ресурсов новой модели роста экономики.

Эффективная и полноценная реализация потенциала развития многих отечественных корпораций затруднена или невозможна вследствие отсутствия необходимых объемов финансовых ресурсов, источники которых, традиционные для отечественного бизнеса, ограничены или исчерпаны. Недостаток собственных средств вследствие низкой маржинальности бизнеса и высокая долговая нагрузка многих российских корпораций, жесткие условия конкуренции на рынке и необходимость поиска новых источников финансирования – все эти факторы обуславливают объективную необходимость использования корпорациями полного спектра инструментов, которые может предложить финансовый сектор экономики. Основными инструментами финансового рынка, используемыми для финансирования деятельности корпораций, являются услуги банковского сектора, продукты лизинговых компаний, а также инструменты фондового рынка (преимущественно акции и облигации). Однако фактически только крупные корпорации имеют доступ ко всем перечисленным инструментам финансового рынка, так как, к примеру, фондовый рынок имеет высокую «цену входа», следовательно его услугами и продуктами не может пользоваться широкий круг корпораций. Для средних и малых корпораций выходом является обращение в банк или лизинговую компанию за предоставлением финансирования в случае необходимости. Однако

в отечественной литературе, включая периодическую, отсутствует полная и развернутая информация об особенностях получения тех или иных банковских кредитных продуктах, о преимуществах и недостатках лизингового финансирования, о методах расчета эффективности использования того или иного финансового продукта. Таким образом, собственники и руководители корпораций при необходимости привлечения заемного финансирования обращаются в кредитные и лизинговые учреждения, не зная конкретно, какую финансовую услугу им выбрать, и вынуждены прислушиваться к мнению представителей финансовой сферы, которые, предлагая свои услуги, в первую очередь пытаются отстоять свои интересы.

В экономической литературе финансовый сектор экономики представлен как элемент безусловно важный, в первую очередь для перераспределения финансовых ресурсов в экономике. Но данный сектор, исходя из логики его образования и цели существования, является вторичным по отношению к реальному сектору экономики. Услуги и продукты финансового сектора должны подстраиваться под потребности отечественных корпораций. Реальный сектор экономики является своеобразным покупателем или клиентом финансового сектора, а в рыночной экономике «клиент всегда прав». Сложившаяся в российской экономике практика полной независимости финансового сектора от реальной ситуации на отечественных корпорациях в литературе и периодических изданиях не рассматривается. Операции кредитования в банках оказывают не большее влияние на их финансовый результат, чем операции купли-продажи валюты или управление пакетами ценных бумаг. На фоне удручающей ситуации в экономике банки демонстрировали до 2013 года рекордные показатели прибыли. А многие корпорации переходят под контроль банков из-за невозможности погасить свои кредиты из-за чрезмерно высоких ставок кредитования. Факторы, повлиявшие на то, что финансовый сектор стал доминировать над реальным, не рассматриваются и пути решения данной проблемы широко не обсуждаются.

При этом эффективное взаимодействие финансового и реального секторов является одним из ключевых факторов положительного развития экономики. Учитывая это, государство не может не регулировать процесс данного взаимодействия по наиболее важным вопросам. Инструменты данного государственного регулирования разнообразны и постоянно изменяются, при этом они не рассматриваются в совокупности как ряд мер, не проводится их критический анализ и не выдвигаются предложения по их оптимизации.

Зарубежный опыт в исследуемой области не может быть в полной мере использован в российских условиях, учитывая тот факт, что наибольшее развитие инструменты финансового рынка имеют в развитых западных странах. Однако их экономика построена на инвестиционной активности, высокой конкуренции и создании производств. Отечественная экономика в настоящий момент все еще ориентирована на добычу и экспорт полезных ископаемых.

Отсутствие комплексных научных исследований по названной проблеме и то, исключительно приоритетное значение, которое она приобретает в практической деятельности отечественных корпораций, финансового рынка и экономики страны в целом, определяют актуальность темы монографии.

Степень разработанности проблемы. В процессе работы над монографией, авторы столкнулись с большим количеством литературы, информация в которой является устаревшей и не соответствующей действующим отечественным экономическим реалиям.

Во многих публикуемых работах, посвященных инструментам финансового рынка, акцентируется внимание лишь на теоретических аспектах функционирования тех или иных финансовых рынков без учета текущего их развития в России и без анализа их перспектив в дальнейшем. Также отсутствуют предложения по оптимизации взаимодействия между финансовым и реальным сектором экономики.

Среди отечественных авторов, внесших вклад в исследование общих проблем взаимодействия между реальным и финансовым секторами экономики, следует выделить следующих авторов: Лаврушин О. И., Парусимова Н. И.,

Гуревич М. И., Валитов Ш. М., Гутман Г. В., Данилин В. А., Михайлов А. В., Пашковская И. В., Ковалева А.М., Лапуста М.Г., Шерemet A.Д., Колчина Н. В., Ямпольский М. М. и др. При этом многие авторы в своих публикациях опираются на англосаксонскую модель, предусматривающую сильную ориентацию экономики страны на фондовый рынок как один из основных механизмов привлечения финансовых ресурсов, в отличие от России, где фондовый рынок до сих пор не является основным поставщиком капитала для развития бизнеса.

Иностранные авторы также довольно подробно рассматривают данную тематику: Уильям Ф. Шарп, Г. Александер, Дж. Ф. Синки, П. С. Роуз, Э. Рид, Р. Коттер, Р. Смит, Дж. Хикс, М. Фридмен, Дж. Сорос, А. Смит, П. Самуэльсон, Д. Рикардо, Дж. Милль, Р. Манделл, Дж. Кейнс. Однако данные труды содержат исследование проблем функционирования развитого рынка; их использование требует адаптации к специфике развивающегося российского финансового рынка и его роли в экономике страны. Финансовый рынок России имеет сравнительно короткую историю своего развития, и в настоящее время его параметры не соответствуют масштабам и динамике развития экономики страны, прежде всего, с позиций выполнения главной инвестиционной функции.

Актуальность и недостаточная комплексная проработанность проблемы обусловили выбор темы монографии, определили объект, предмет, цели и задачи исследования.

Цель и задачи исследования: целью настоящего исследования является разработка теоретических и методологических положений, направленных на реализацию потенциала инструментов финансового рынка в качестве ресурсов финансирования деятельности российских компаний. Для достижения этой цели были поставлены следующие задачи:

- анализ методологических аспектов процесса финансирования корпораций посредством уточнения его экономической сущности;

- анализ экономической целесообразности использования различных инструментов финансового рынка, используемых для финансирования корпораций;
- анализ и классификация основных инструментов финансового рынка, используемых в качестве источника финансирования отечественными корпорациями, анализ их преимуществ и недостатков;
- исследование основ взаимодействия между реальным и финансовым секторами экономики;
- разработка инструментария для использования представителями реального сектора для создания моделей прогнозирования уровня процентных ставок в экономике;
- исследование процесса и организации работы в корпорации по взаимодействию с представителями финансового сектора, разработка предложений для компаний различного масштаба деятельности;
- исследование направлений государственной политики и конкретных ее инструментов по регулированию взаимодействия между реальным и финансовыми секторами экономики;
- определение факторов и предложений по улучшению процесса государственного регулирования взаимодействия между реальным и финансовым секторами экономики;
- исследование внутренних противоречий между путями развития реального и финансового секторов в отечественной экономике в 21 веке;
- анализ теории и практики формирования предпочтений компаний при выборе инструментов финансового рынка в качестве источника финансирования деятельности;
- выявление факторов, ограничивающих эффективное взаимодействие между реальным и финансовыми секторами отечественной экономики;
- применение инструментов теории игр при анализе процесса взаимодействия между реальным и финансовыми секторами экономики.

Объектом исследования является процесс финансирования деятельности корпораций и инструменты финансового рынка, используемые в данном процессе.

Предметом исследования является совокупность финансовых отношений, опосредующих процессы использования инструментов финансового рынка для финансирования деятельности корпораций.

Теоретическую и методологическую основу исследования составляют теория финансов и финансового менеджмента, теория инвестирования капитала, труды отечественных и зарубежных ученых в области финансирования оборотного и инвестиционного капитала, фондового рынка, теории игр.

В ходе исследования были использованы общие методы научного познания: системный и логический анализ и синтез, а также инструментарий структурного анализа, группировки и других методов обработки данных.

Теоретическая значимость работы заключается в том, что содержащиеся в ней положения и выводы вносят определенный вклад в развитие теории финансового менеджмента в части реализации эффективных решений в области финансирования развития и текущей деятельности компании посредством использования различных инструментов финансового рынка и могут быть использованы при будущих теоретических исследованиях проблем совершенствования механизма привлечения финансовых ресурсов. Материалы монографии могут быть использованы при подготовке курсов по дисциплинам «Финансовый менеджмент», «Инвестиции», «Банковское дело», «Теория игр в экономике».

Практическая значимость монографии заключается в том, что его основные научные выводы доведены до конкретных положений и методов, реализация которых будет способствовать привлечению финансовых ресурсов в реальный сектор отечественной экономики, обеспечит эффективное развитие процесса взаимодействия между реальным и финансовым секторами экономики России.

Использование на практике разработанных в монографии предложений дает возможность российским корпорациям, банкам, инвесторам, лизинговым компаниям и профессиональным участникам фондового рынка правильно оценивать эффективность тех или иных инструментов финансового рынка, прогнозировать объем привлекаемых финансовых ресурсов в масштабах экономики, прогнозировать уровень процентных ставок на финансовом рынке. Предложенная технология расчета сравнительной эффективности использования инструментов финансового рынка позволит отечественным корпорациям обосновано подойти к выбору источника финансирования своей деятельности.

ГЛАВА 1. РОЛЬ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ В ПРОЦЕССЕ ФИНАНСИРОВАНИЯ РЕАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

1.1. Виды и методы финансирования реальных инвестиционных проектов.

Корпорация на сегодняшний день имеет довольно широкий перечень инструментов финансового рынка, которые она может использовать для финансирования своей деятельности. Для того, чтобы определиться с конкретным источником необходимо определить, что данные инструменты могут финансировать как операционную деятельность корпорации, так и инвестиционную.

Деятельности организаций практически на любом рынке присуща довольно существенная конкуренция. Корпорации, которые не могут победить в конкурентной борьбе, приходят к банкротству. Чтобы предотвратить введение процедуры банкротства, компании должны приспосабливаться к изменяющейся конкурентной среде, развивать способы противодействия отрицательным моментам для сохранения конкурентных преимуществ [136].

Корпорация в первую очередь должно получать прибыль по операционной деятельности, что является главной целью в процессе управления прибылью организации. Операционная деятельность является главной деятельностью, для которой создана корпорация или организация.

Специфика операционной деятельности организации определяется в первую очередь особенностями отрасли экономики, в которой функционирует корпорация. Большинство корпораций в первую очередь ориентируется на торговле или производстве продукции, основная деятельность обычно сопутствует финансовой и/или инвестиционной деятельностью. В тоже время для инвестиционных компаний, а также различных инвестиционных фондов/институтов основной является именно инвестиционная деятельность [97]. Для различных финансовых институтов, в том числе и банков, основным видом деятельности является финансовая деятельность. Однако особенности функционирования таких финансово - инвестиционных компания из-за

множества их особенностей требует особого рассмотрения, что не входит в задачу данного исследования.

В первую очередь в рамках операционной деятельности компания должна получать прибыль от использования собственных активов.

Формально определение операционной деятельности можно сформулировать следующим образом:

Операционный (основной, операционный) вид деятельности имеет своей целью получение прибыли в качестве первоочередной задачи. Также целью данного вида деятельности может являться не извлечение прибыли, но это должно быть обусловлено целями и предметом функционирования данного общества. К основной деятельности корпорации относится производство продукции сельскохозяйственного или промышленного назначения, продажа различных товаров, осуществление строительных работ, организацией пунктов общественного питания, приобретение имущества для сдачи объектов недвижимости в аренду, а также прочие виды деятельности.

Поступлениями средств по основной хозяйственной деятельности могут являться:

- поступление выручки от продажи продукции, выполнения работ или оказания услуг;
- поступления денежных средств от перепродажи товаров, которые поступают в организацию по бартеру;
- поступления денежных средств в счет погашения задолженности дебиторов;
- поступления авансов, формирующих кредиторскую задолженность перед заказчиками и покупателями.

К оттокам организации по основной деятельности относятся:

- оплата организацией покупки товаров, оплата за оказанные услуги или произведенные работы;

- предоставление авансов поставщикам и подрядчикам в части будущих поставок товаров или оказания услуг/ производство работ;
- погашение задолженности перед торговыми кредиторами в части поставленных товаров, произведенных работ или оказанных услуг;
- выплаты персоналу заработной платы;
- выплаты дивидендов собственникам/ инвесторам;
- выплата начисленных процентов по банковским кредитам и полученным частным займам;
- выплаты в части погашения задолженности перед налоговыми органами.

Инвестиционная деятельность корпорации ориентирована по покупке или наоборот реализацию/ продажу внеоборотных активов и прочих инвестиционных вложений, которые не являются эквивалентами денежных средств на балансе корпорации [34]. В части конкретных операций по данному виду деятельности корпорация может осуществлять покупку или продажу земли, объектов недвижимости, в том числе зданий и сооружений, производственного оборудования, объектов интеллектуального труда и прочих активов. Также в рамках инвестиционной деятельности корпорация может осуществлять строительство, производить затраты на проведение научной и исследовательской деятельности, в том числе на опытно-конструкторские и технологические разработки; осуществлять покупку различных долевых и долговых ценных бумаг, эмитированных участниками рынка, приобретать доли/ предоставлять займы в других организациях [109].

По объекту осуществления вложений инвестиционную деятельность организации можно условно классифицировать на два главных типа: внутренняя и внешняя. Вложение средств в модернизацию основных производственных мощностей, реконструкция корпорации, техническое перевооружение с целью создать новую продукцию или увеличить потенциальный объем производства

при аналогичном количестве персонала относятся к внутренней инвестиционной деятельности.

Увеличение производственного потенциала корпорации приводит к увеличению возможностей корпорации, объёма производства текущих товаров, появлению возможности производить новый вид товаров, что в конце имеет своей целью увеличить чистую прибыль корпорации [70].

Расширение действующих мощностей организаций заключается в осуществлении затрат на строительство новых производственных цехов в дополнение к имеющимся, а также создание новых производственных подразделений, включающих в себя обслуживающие и вспомогательные участки производства. Расширение производственных мощностей обычно производится на современной технической базе и, соответственно, оно подразумевает как экстенсивное увеличение действующих мощностей организаций, так и увеличение технического уровня текущего производственного процесса.

Техническое перевооружение организации или отдельного её отдела/подразделения обычно заключается в замене оборудования, входящего в производственный парк корпорации, при этом замена происходит на оборудование более нового поколения с более высокими техническими характеристиками на фоне сохранения площади основного производственного помещения.

В части осуществления реконструкции корпорации, в первую очередь, организации осуществляют мероприятия, связанные как с заменой морально устаревших и физически изношенных машин и оборудования, так и с совершенствованием и перестройкой объектов недвижимого имущества. Для осуществления построения производства нового вида продукции или расширить действующую номенклатуру, то есть провести диверсификацию, организации, как правило, и прибегают к реконструкции. Это позволяет сократить объём капитальных затрат, а также не увеличивать штат персонала, то есть обходится за счет имеющейся квалифицированной команды.

Реконструкция имеет своей целью на рост технологического уровня производства продукции и способствует более быстрой скорости освоения производственных мощностей.

Осуществление реконструкции корпорации или технического перевооружения является более эффективной стратегией, чем осуществление нового строительства, так как в данном случае структура капитальных затрат является более прогрессивной.

Одновременно модернизация затрагивает основное оборудование, которое используется в производстве без необходимости модернизации в существенной мере или даже нового строительства зданий и сооружений.

Корпорация имеет возможность увеличивать свою долю и оказывать на рыночные тенденции свое влияние за счет большего объема доходов и прибыли, что становится следствием роста объема выпускаемой продукции.

Если корпорация принимает решение производить качественно новый вид продукции, то это должно привести также к росту прибыли корпорации. Обычно это достигается за счет диверсификации как продукции, так и соответственно рисков, которые присущи деятельности компании в первую очередь в связи возможным изменением объема спроса на продукцию корпорации.

Доходами или положительными потокам по инвестиционным видам деятельности компании являются:

- приход денежных средств, полученных от продажи внеоборотных активов;
- приход денежных средств от продажи ценных бумаг и различных финансовых вложений;
- приход денежных средств в счет погашения займов, которые корпорация предоставила другим корпорациям;
- поступление денежных средств в форме дивидендов и процентов.

К оттокам по инвестиционной деятельности относятся:

- расходы, связанные с покупкой внеоборотных активов;
- расходы, связанные с приобретением финансовых вложений;

- предоставление авансов в счет будущей поставки финансовых вложений и внеоборотных активов;
- предоставление займов другим корпорациям;
- расходы, связанные с осуществлением вкладов в уставные (складочные) капиталы других корпораций.

Однако понятие инвестиционной деятельности является настолько широким, что целесообразно рассмотреть данную экономическую категорию более подробно.

С этимологической точки зрения слово инвестиции происходит от латинского *investire* - облачать, и изначально, в период феодализма, инвеститурой назывался ввод вассала во владение феодалом или епископом в управление землями церкви. Это давало возможность инвеститору (или, говоря современным языком, инвестору) не только приобщать к себе новые территории для получения доступа к их ресурсам, но и участвовать в управлении данными территориями через облеченных полномочиями ставленников с целью насаждения собственных принципов и идеологии, которая, с одной стороны, оправдывала довольно интенсивную эксплуатацию населения и территорий и позволяла существенно наращивать получаемый с этих территорий доход. А с другой стороны, выступала в качестве фактора развития.

Само понятие инвестиций является в современном мире довольно многогранным и имеет множество определений в экономической теории и теории финансов. Данные определения могут различаться довольно незначительно в различных деталях и нюансах, но именно они и могут иметь первостепенное значение для понимания сути изучаемого явления.

Так Уильям Шарп, заложивший основы рассматриваемого в данной дипломной работе понятия в своей книге «Инвестиции», определял сам термин инвестировать в довольно простой форме, а именно, как «расстаться с деньгами сегодня, чтобы получить большую их сумму в будущем» [55]. Такого же мнения придерживались и Г. Александер и Дж. Бейли. Однако это определение нельзя в полной мере считать основополагающим, так как существуют и безвозвратные

инвестиции (например, при строительстве памятника), а также и безденежные. Также это определение не учитывает возможность влияния инвестора на объект инвестиций.

У Бланка И.А. можно найти точку зрения, что «инвестиции представляют собой вложения капитала во всех его формах с целью обеспечения его роста в предстоящем периоде, получения текущего дохода или решения определенных социальных задач» [22]. Данное определение, на мой взгляд, также недостаточно точно, так как в нем упущена связь инвестора с объектом инвестиций.

В советское время термин инвестиции определялся больше как только капитальные вложения, так как в Советском Союзе можно было инвестировать только в основные средства за неимением широко развитого рынка финансовых и прочих инструментов. В широком смысле инвестиции могут выступать как вложения и в другие виды экономических ресурсов (оборотные фонды, ценные бумаги, информационные ресурсы).

Учитывая широкое распространение рыночной экономики во многих странах, а в рыночной экономике большую роль играет рынок ценных бумаг, инвестиции зачастую определяются только как инвестиции в ценные бумаги (акции, облигации и так далее).

В большинстве исследований, которые имеют своим объектом сферу инвестиций, данное понятие рассматривается в основном как различные методы и способы, с помощью которых можно разместить имеющиеся денежные средства (или другие активы) для того, чтобы совокупный имеющийся капитал сохранял свою стоимость или увеличивался. Конкретный вариант уже зависит от целей и задач, которые стоят перед инвестором.

В постсоветское время тема инвестиций стала более актуальной, и данное понятие получило дальнейшее развитие. Однако основная привязка в капитальным вложениям имела место быть, и инвестиции рассматривались в двух основных аспектах: как процесс, отражающий движение стоимости в ходе воспроизводства основных фондов, и как экономическая категория — система экономических отношений, связанных с движением стоимости, авансированной

в основные фонды с момента мобилизации денежных средств и до момента их возмещения.

В соответствии с Федеральным законом от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений», инвестициями выступают денежные средства, ценные бумаги, а также иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта».

Данное понятие уже более полно отражает экономическую сущность инвестиций. Во-первых, оно определяет объект инвестиций как предпринимательскую деятельность, что немаловажно, так как под прошлые определения попадала возможность сходить и поставить эти деньги в казино, так как это тоже направлено на возможное увеличение экономических выгод, но никак не может быть рассмотрено как инвестиции. Во-вторых, данное определение перечисляет инструменты, посредством которых может быть осуществлено инвестирование, и, в-третьих, подразумевает не только денежную отдачу от инвестиционной деятельности [37].

Наиболее существенными и важными признаками инвестиций являются:

- потенциальная способность инвестиций приносить доход;
- целенаправленный характер вложения капитала в различные объекты и инструменты инвестирования;
- наличие риска вложения капитала;
- существование временного лага между вложением капитала и получением дохода.

Экономическая природа инвестиций состоит в том, что возникают экономические отношения между участниками инвестиционного процесса по поводу формирования и использования инвестиционных ресурсов в целях расширения и совершенствования производственного процесса, поэтому инвестиции как экономическая категория выполняют ряд важных функций, без

которых невозможно развитие социально-экономической системы. Они способствуют росту экономики, а также повышают технико-экономический потенциал страны [23].

Инвестиции на макроуровне представляют собой основу для развития национальной экономики и повышения эффективности общественного производства за счет следующих факторов:

- постоянной модернизации основных производственных фондов;
- развития научно-технического прогресса, постоянного улучшения качества и обеспечения конкурентоспособности продукции;
- создания необходимой материально-сырьевой базы;
- наращивания технико-экономического потенциала страны;
- увеличения и улучшения структуры экспорта;
- решения социальных проблем, в том числе и проблемы безработицы, и др.

Таким образом, нельзя отрицать, что инвестиции являются одним из основных детерминирующих факторов, которые влияют на рост экономики любой страны. Особую функцию несут и финансовые инвестиции, так как они образуют рынок капитала, которые при довольно емком своем объеме становятся одним из главных источников для роста национальной экономики. Подтверждение данной теории особенно наглядно представлено в экономике Соединенных штатов Америки, где большинство корпораций финансируются за счет инструментов рынка капитала, а ведь именно крупные транснациональные компании позволили Америке стать доминирующей экономикой мира.

Микроуровень экономики также в большой степени определяется состоянием рынка инвестиций. Именно инвестиции позволяют компаниям нормально функционировать в сложившихся экономических условиях, достигать хороших уровней рентабельности и улучшать финансовое состояние компаний, от которых многое зависит в стране. Отсутствие инвестиций приводит к тому, что продукция абсолютно любой корпорации в конечном счете станет не конкурентоспособной, спрос на нее будет снижаться, компания становится нерентабельной, получает убытки и наконец разоряется, что

неблагоприятно для всей экономики, так как разорившиеся акционеры не могут в дальнейшем вкладывать деньги в национальную экономику, менеджмент компании оказывается не востребован, так как компании не хотят брать на работу управленцев разорившихся компаний, а уволенный персонал при отсутствии рабочих мест приводит к сокращению потребительского спроса на рынке прочих товаров.

Развитие финансовых инвестиций привело к появлению большого количества профессиональных участников на рынке ценных бумаг. Данный вид деятельности зачастую рассматривается как придаточный к основной экономике, и зачастую подвергается критике из-за того, что проблемы на финансовом рынке способны привести к коллапсу в реальном секторе экономики. Отчасти это является правдой, так как операционная деятельность компаний должна определять поведение участников на рынке ценных бумаг, но на сегодняшний момент не всегда ситуация обстоит таким образом. Имеют место случаи, что именно проблемы финансового рынка приводят к остановке корпораций, прекращению выпуска продукции и так далее. Некоторые люди предлагают такие кардинальные меры, как вообще закрытие финансовых рынков, но необходимо понимать, что рынок финансового капитала является источником развития многих корпораций и без них, данного развития не будет вовсе. Тем более не будет многих новых компаний с инновационными идеями, которые не могут развиваться без первоначального капитала, который им может предоставить только инвестиционный финансовый сектор.

Определяя стратегию своего развития, корпорация выбирает главное направление инвестиционного курса: на развитие, стабилизацию, экономию или комплексное сочетание этих направлений.

Выбрав стратегию на развитие, компания планирует рост инвестиционной активности в рамках прежней сферы деятельности либо на продвижение нового товара. Данная стратегия отличается повышенным риском при необходимости большого количества первоначальных инвестиционных ресурсов.

Курс на стабилизацию подразумевает намерение корпорации постоянно увеличивать долю своей продукции на рынке, причем это относится к основной деятельности корпорации.

Стратегия на экономию подразумевает от компании укрепления ее позиции на рынке путем закрытия выпуска продукции, производство которой нерентабельно. Это может быть осуществлено с помощью снятия с производства и реализации определенных видов продукции, отказа от малоэффективных технологий, не приносящих доход и т.п. Такой курс может иметь только краткосрочное применение, так как не может решать долгосрочные задачи.

Наиболее эффективной стратегией является комбинация вышеперечисленных курсов. Так, курс на увеличение доли рынка сочетается с уходом из отраслей, в которых планируется дальнейший спад.

Курс на экономию включает, например, освоение ресурсосберегающих технологий, сокращение рабочего персонала, продажу излишнего оборудования, прекращение не доходной предпринимательской деятельности.

Одним из наиболее важных факторов, который определяет объем инвестиций на макроуровне экономики, является соотношение между потреблением и накоплением. Чем больше общество потребляет сегодня, тем меньше уровень инвестиций, и соответственно наоборот. Также чем меньше доходы населения, что характерно на сегодняшний момент для российских условий, тем меньше уровень сбережений. Однако, вспоминая теорию Кейнса, который говорил, что при увеличении дохода сбережения растут в большей степени, чем потребление, можно отметить, что при росте доходов населения России возможно в стране появится большой объем инвестируемых средств [73]. Для этого конечно еще необходимо перебороть недоверие россиян к инструментам инвестирования, но это уже является предметом другого исследования.

Другим не менее важным фактором, который определяет уровень инвестиций в экономике, является безопасность вложений финансовых средств. Инвесторы готовы вкладывать денежные средства даже при минимальной

прибыли, если уверены в сохранении и умножении своего капитала. Соотношение риск-доходность имеет ключевое значение при инвестировании средств.

Решающее влияние на трансформацию финансовых средств из сбережений в инвестиции оказывает уровень доходности, который будет иметь инвестор на инвестированный капитал. Данный фактор оперирует во взаимосвязи с фактором безопасности. Чем выше ожидаемая прибыль, а следовательно и доходность инвестиций, тем выше риск, который присущ данным вложениям и соответственно наоборот.

Все инвестиции по объекту инвестирования можно разделить на 3 вида: — реальные, финансовые и интеллектуальные.

Реальные инвестиции представлены совокупностью инвестиций в реальные экономические активы: основные средства, материальные ресурсы и нематериальные активы (научно-техническая, интеллектуальная продукция и т.п.), а также в оборотные активы для получения дохода или установления непосредственного оперативного контроля над объектом инвестирования и управления им.

Реальные инвестиции в виде капитальных вложений в экономической теории называют капиталобразующими. Компания, которая осуществляет данный вид инвестиций увеличивает свои основные и оборотные средства, производственные фонды, что приводит к росту производственного потенциала фирмы.

Портфельные (финансовые) инвестиции представлены финансовыми средствами, которые вкладываются в финансово-экономические активы организации с целью извлечения дохода (от прироста рыночной стоимости акций, облигаций, казначейских обязательств, банковских депозитов и других активов и получения промежуточных доходов — купоны от облигаций, дивиденды от акций и так далее). Зачастую портфельные инвестиции приносят дополнительные доходы за счет спекулятивных операций с различными ценными бумагами (акциями, облигациями и прочими) и неденежными активами

на фондовых и других рынках, а также при распределении денежных средств в целях получения дивидендов, процентов и других денежных выплат путем диверсификации объектов инвестирования, а следовательно и рисков [86].

Интеллектуальные инвестиции могут иметь объектом инвестирования:

- промышленную собственность: патенты на изобретения; авторские свидетельства; готовые промышленные образцы; средства индивидуализации товаров и услуг (товарные знаки, торговые марки, знаки обслуживания) и др. [47];
- объекты авторского права (произведения науки, литературы и искусства);
- результаты научно-исследовательских и опытно-конструкторских научных разработок, лицензии, изобретения и др.

Инвестиции могут реализовываться в различных формах. Для систематизации анализа и планирования инвестиций их необходимо сгруппировать по различным классификационным признакам. Классификация инвестиций определяется выбором критерия, положенного в ее основу (см. таблицу 1).

Таблица 1. Классификационные признаки и формы инвестиций.

Признак	Форма инвестиций
Формы собственности инвестиций	Частная Государственная Иностранная Смешанные
По объектам вложения капитала	Реальные Финансовые Интеллектуальные
По характеру участия в инвестиционном процессе	Прямые Непрямые

По срокам инвестирования	Краткосрочные Среднесрочные Долгосрочные
Уровень инвестиционного риска	Агрессивные Умеренные Консервативные

Основным признаком, по которым делятся инвестиции, является объект инвестирования.

1. По форме собственности капитала, который направляется на инвестиции, есть следующие виды рассматриваемого понятия:

- **частные инвестиции.** Инвестиции можно осуществлять на средства физических или юридических лиц (негосударственной формы собственности);
- **государственные инвестиции** привязаны к вложениям средств государственных корпораций, а также средств бюджетов разных уровней и внебюджетных фондов;
- **иностранные инвестиции** присущи вложениям финансовых, валютных, материальных и других средств иностранными физическими и юридическими лицами, а также иностранными государствами;
- **совместные инвестиции** характеризуют вложения финансовых, валютных, материальных и других средств иностранных и отечественных субъектов экономики.

2. Как уже было отмечено выше, по объектам инвестирования различают реальные, финансовые (портфельные) и интеллектуальные инвестиции:

- **реальные инвестиции** представляют собой вложение инвестируемых средств в воспроизводство основных производственных фондов, в нематериальные активы, связанные с инновационной деятельностью, в прирост запасов товарно-материальных ценностей и в прочие объекты. Они включают:

- ✓ *инвестиции в основной капитал (капитальные вложения)*, которые представлены совокупностью вложений, направленных на покупку, самостоятельное создание и воспроизводство основных средств;
- ✓ *инвестиции в нематериальные активы* — это затраты на патенты, лицензии, изобретения, права пользования земельными участками, авторские права, организационные расходы, торговые марки, программные продукты, товарные знаки и т.д.;
- ✓ *капитальный ремонт основных средств*;
- ✓ *инвестиции, направленные на прирост запасов материальных оборотных средств* — это затраты на пополнение материальных оборотных средств с целью повышения производственного потенциала компании;
- **финансовые (портфельные) инвестиции** означают размещение инвестируемых средств в различные финансовые инструменты (ценные акции и облигации корпоративных эмитентов, облигации государственных и местных займов и прочее) с целью извлечения прибыли;
- **интеллектуальные инвестиции** характеризуют инвестиции, результатом которых становится создание интеллектуального продукта.

3. По характеру участия в инвестиционном процессе все инвестиции можно разделить на прямые и непрямые:

- **прямые инвестиции** имеют место, когда инвестирование средств осуществляется напрямую в уставный капитал корпорации;
- **непрямые инвестиции** осуществляются при инвестировании средств через финансовых посредников.

4. По сроку осуществления инвестиций можно разделить на краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные:

- **краткосрочные инвестиции** осуществляются на срок до одного года. В основе таких инвестиций лежат краткосрочные финансовые вложения;
- **среднесрочные инвестиции** осуществляются в срок от одного до трех лет;
- **долгосрочные инвестиции** осуществляются на срок от трех лет. В первую очередь долгосрочные инвестиции представлены капитальными вложениями

на создание, расширение, модернизацию основных средств. Также долгосрочные инвестиции могут быть представлены вложениями в долгосрочные финансовые активы.

5. По уровню риска, присущему инвестиционному процессу, можно выделить следующие виды:

- **безрисковые инвестиции** – при данном виде инвестиции вложение инвестируемых средств осуществляется в такие объекты инвестирования, по которым в действительности практически отсутствует риск потери инвестируемых средств и практически гарантировано получение расчетной суммы инвестиционного дохода, то есть получение гарантированной доходности;
- **рисковые инвестиции** осуществляются в определенные инвестиционные объекты, при этом существует реальный риск потери инвестируемых средств или неполучения расчетной доходности;
- **спекулятивные инвестиции** присущи при инвестировании средств в инвестиционные проекты, которым присущ довольно высокий уровень риска, однако данный вид инвестиций потенциально может принести наибольшую доходность.

Инструменты финансового рынка, как было отмечено выше, могут быть использованы для финансирования операционной и инвестиционной деятельности, при этом инвестиционная деятельность в корпорации может быть различна. В текущих экономических реалиях, финансовый сектор предоставляет ресурсы корпорациям реального сектора преимущественно на финансирование операционной деятельности, однако в условиях инвестиционного голода, именно реализация потребности в длинных инвестиционных деньгах имеет решающее значение для выхода российской экономики на новый уровень. В связи и с этим далее будет рассмотрено применение инструментов финансового рынка именно для финансирования инвестиционной деятельности корпораций. При этом под инвестиционной деятельностью в соответствии с приведенной выше

классификацией будут подразумеваться частные реальные прямые долгосрочные и среднесрочные инвестиции с различным уровнем риска.

1.2. Государственное обеспечение процесса финансирования реального сектора экономики РФ.

Государство несет ответственность за темпы роста экономики, степень ее диверсификации и независимости от внешних контрагентов [67]. Учитывая тот факт, что инструменты финансового рынка являются одними из основных факторов развития реального сектора, государство должно в той или иной степени контролировать, чтобы услуги, предоставляемые финансовым сектором экономики, отвечали текущим потребностям реального сектора экономики или приводили руководителей представителей реального сектора к принятию стратегических решений, благоприятных для развития государства в целом [100].

Далее будут рассмотрены инструменты государственного регулирования, используемые при государственном воздействии на взаимодействие между реальным и финансовым секторами экономики.

Меры регулирования реального сектора экономики:

1. Субсидирование процентных ставок для стратегически важных отраслей экономики.

В связи с тем, что некоторые отрасли экономики в той или иной стране могут являться традиционно убыточными в силу природных, климатических, культурных или прочих обстоятельств, государство осуществляет поддержку данных отраслей на постоянной основе, если данные отрасли являются стратегически важными для экономики или культуры страны [76]. В России государство посредством финансового сектора оказывает наибольшую поддержку производителям сельскохозяйственной продукции. Необходимо отметить, что сельское хозяйство во многих странах является перманентно убыточной отраслью, которая живет только за счет государственной поддержки. Россия в данном случае не является исключением. Введенный в 2014 году запрет на импорт продуктов питания из многих европейских стран, Соединенных Штатов Америки, Японии и Австралии, должен был положительно сказаться на текущем положении сельхозпроизводителей. В первую очередь, причиной этого

должен был стать дополнительный спрос на продукцию со стороны российских потребителей из-за резкого снижения предложения продуктов, попавших в санкционные списки. С другой стороны, повышение ключевой ставки Центрального Банка России до 17%, произошедшее в декабре 2014 года, резко увеличило стоимость фондирования отечественных банков. Результатом этого стало повышение стоимости кредитов для всех корпоративных и розничных заемщиков, в том числе и для производителей продукции сельскохозяйственного назначения. В начале 2015 года ставки по корпоративным кредитам достигали свыше 30%. При этом в начале каждого года некоторые корпорации сельского хозяйства вынуждены привлекать кредиты на проведение сезонно-полевых работ. Связано это с тем, что затраты по посевной зачастую осуществляются намного раньше, чем сам сев продукции. Затраты эти представлены закупкой семян по тем поставщикам, которые требуют авансирования поставок, закупку техники, приобретение запасных частей для сельскохозяйственной техники и осуществление ее ремонта [53]. В связи с возросшими ставками кредитования, многие корпорации были вынуждены либо отказаться от проведения сезонно-полевых работ, либо сократить их объем, либо привлекать кредиты по завышенным ставкам, заранее понимая, что реализация урожая не принесет прибыли после выплаты процентов по банковским кредитам. Описанная проблема сельхозпроизводителей имела временный характер, связанная с экономическим кризисом в стране 2015 года. Однако сельхозпроизводители встречаются также множество других трудностей, оказывающих влияние на маржинальность их деятельности: климатические бедствия, нашествия вредоносных насекомых, засухи, наводнения, африканская чума свиней, птичий грипп и прочее [107]. Данные факторы существенно влияют на уровень возвратности кредитов сельскохозяйственному сектору. Финансовые учреждения при этом повышают уровень процентных ставок по данным кредитам, закладывая дополнительные премии за кредитный риск. Повышение процентных ставок оказывает еще большее негативное влияние на сельхозпроизводителей. Прибыли в секторе практически нет, накопление

инвестиционного капитала отсутствует, что приводит к отсутствию сформированных фондов для осуществления модернизации производства [125]. При необходимости закупки нового оборудования, ремонта старого, закупки новых земель, закупки нового поголовья, то есть при необходимости осуществления того или иного инвестиционного проекта, корпорации сельского хозяйства оказываются снова в условиях, в которых им нужно привлечение кредитов финансового сектора. Незначительное количество корпораций сельского хозяйства имеют достаточно устойчивое финансовое положение, чтобы успешно разместить свои акции на открытых торговых площадках или осуществить выпуск облигаций. Данными инструментами могут воспользоваться только крупнейшие сельхозпроизводители (Русагро, Черкизово). Основными финансовыми инструментами при осуществлении финансирования деятельности сельхозпроизводителей являются банки и лизинговые компании [82]. При этом текущая экономическая ситуация в России складывается таким образом, что кредитная политика многих банков не позволяет им осуществлять финансирование корпораций сельского хозяйства из-за повышенных рисков, которые присущи данной отрасли. Аналогичная ситуация и в лизинговых компаниях. Кредитование затрат по проведению сезонно-полевых работ фактически в стране осуществляют только ОАО «СБЕРБАНК РОССИИ» и ОАО «Россельхозбанк», то есть банки с существенным государственным участием (последний принадлежит государству на 100%). Предоставление лизинговых услуг сельхозпроизводителям осуществляет преимущественно ОАО «Росагролизинг».

В связи с необходимостью реализации программы импортозамещения, достижения целей повышения независимости страны в части обеспечения граждан продуктами питания, государство осуществляет поддержку корпораций сельскохозяйственного назначения посредством инструментов финансового сектора [145].

Можно выделить 2 основных инструмента поддержки:

- 1) субсидирование процентных ставок по привлеченным банковским кредитам;
- 2) субсидирование первого взноса при лизинге сельскохозяйственной техники.

В случае привлечения сельскохозяйственной корпорацией кредита в банке, государство субсидирует до 100% от ставки рефинансирования Центрального Банка России. Конкретный размер субсидии определяется в зависимости от срока кредита, цели его получения, размера корпорации и других факторов [150].

Субсидирование первого платежа по договору лизинга сельскохозяйственной техники может достигать 1/15 от стоимости предмета лизинга. Учитывая тот фактор, что данная доля установлена от стоимости предмета лизинга, а не от совокупной величины лизингового договора, которая существенно превышает стоимость имущества, учитывая процентную ставку, а также комиссии лизинговой компании на длительный срок, данная мера поддержки в настоящий момент не может являться эффективным инструментом поддержки. Это обусловлено также и действующими продуктами лизинговых компаний, первоначальный взнос которых составляет не менее 10%. Первоначальный взнос в размере 1/15 может быть согласован только в ОАО «Росагролизинг» при условии устойчивого положения лизингополучателя [160].

Субсидирование процентной ставки по банковским кредитам в осуществляемой форме также не может служить эффективной мерой поддержки сельского хозяйства по следующим причинам:

- 1) размер субсидии зависит от ставки рефинансирования Центрального Банка России, которая не менялась с 2012 по 2015 год [113]. Таким образом ставка рефинансирования не отражает текущий уровень процентных ставок в экономике и не позволяет сельхозпроизводителям получить возмещение затрат, понесенных при уплате процентов по банковским кредитам;
- 2) выплата субсидий осуществляется при наличии средств в соответствующем бюджете. Фактически выплата субсидий осуществляется

после погашения кредитов, следовательно, корпорациям необходимо самим изыскивать средства на уплату процентов. Зачастую эти средства изымаются из оборота, что приводит к меньшей площади посева или меньшему количеству поголовья скота;

- 3) размер средств, выделяемый из бюджета на финансирование субсидий, является ограниченным и определяется Правительством России. При наличии существенного дефицита бюджета, государство не в состоянии выплатить все субсидии по всем привлеченным банковским кредитам;
- 4) процесс получения субсидии из бюджета является длительным, сопряжен с большим количеством бюрократических процедур и требований к заемщику;
- 5) существенной критике подвергается инструмент возмещения процентных ставок по кредитам, привлекаемым через банковский сектор. По мнению многих критиков, данные субсидии идут на пользу в большей степени кредитующим банкам, чем самим сельхозпроизводителям. Связано это с тем, что сам уровень процентных ставок для сельхозкорпораций не закреплён на законодательном уровне. И понимая, что большая часть уплаченных процентов, будет корпорацией-заемщиком возмещена из бюджета, банки предоставляют кредиты по заведомо завышенным процентным ставкам. Оправдывают это кредитующие банки закладываемыми премиями за кредитный риск, который является повышенным при кредитовании сельского хозяйства, а также потребностью в извлечении максимально прибыли для поддержания нормативов Центрального Банка. Таким образом, банки получают возможность предоставлять кредит по повышенным ставкам, несмотря на то, что стоимость фондирования банка при этом не изменяется, государство выделяет средства на выплату субсидий, а сельхозпроизводители все равно преимущественно находятся на грани рентабельности [98]. Позиция государственных чиновников в данном вопросе заключается в том, что кредитование все равно эффективнее

осуществлять через банк, так как это является его специализацией. Если государство будет осуществлять кредитование корпораций напрямую, то ему потребуются создавать специальное учреждение для осуществления этих функций, и это учреждение фактически будет банком. Если государство хочет предоставлять льготные кредиты сельскому хозяйству, то деятельность по предоставлению данных кредитов не должна иметь своей целью извлечение прибыли. Для реализации этой задачи государство в 2000 году учредило ОАО «Россельхозбанк». Целью деятельности данного кредитного учреждения явилась поддержка агропромышленного комплекса страны, при этом в уставных документах банка отсутствует цель получения прибыли. 100% акций данного банка находится в собственности государства, и он является крупнейшим кредитором агропромышленного комплекса страны. При этом деятельность данного финансового учреждения не может быть охарактеризована как положительная. Деятельность банка убыточна, качество активов плохое, уровень возвратности кредитов сельскому хозяйству низкий. При этом к банку предъявляются требования, как и ко всем другим банкам, со стороны Центрального Банка России, что приводит к постоянной докапитализации банка со стороны Правительства РФ для поддержания достаточности уровня собственного капитала [151].

Предложения по улучшению эффективности государственного вмешательства в кредитование корпораций агропромышленного комплекса:

- 1) размер субсидий должен быть закреплён в зависимости от ключевой ставки Центрального Банка России, чтобы отражать реальный уровень затрат корпораций-заемщиков по привлеченному финансированию;
- 2) получать субсидии должны не корпорации, а банки. Заемщики должны сразу получать кредит по меньшей процентной ставке. Банки в свою очередь должны обращаться к Министерству сельского хозяйства за возмещением своих убытков. Это снизит бюрократическую нагрузку на

сельскохозяйственный бизнес. Банкам в свою очередь будет проще наладить процедуру возмещения средств из бюджета;

- 3) ОАО «Россельхозбанк» необходимо реорганизовать из банка в другой тип финансового учреждения, так как он не может соответствовать всем требованиям Центрального банка;
- 4) Процесс получения кредита необходимо строить на рыночных условиях [60]. То есть кредит под ссудный процент должен выдаваться только при наличии источников погашения и вероятности возврата ссуды. Зачастую кредит сельхозпроизводителю зачастую выдается, при этом все стороны сделки заранее понимают, что кредит возвращен не будет в полном или частичном объеме. В таком случае должны оформляться не кредитные отношения, а отношения субсидии, когда специализированный орган будет решать, соответствует ли проект стратегическим целям государства, и можно ли выделить государственные деньги.

2. Поддержка инвестиционных проектов.

Развитие инновационной деятельности и процессы по модернизации производства в экономике не представляются возможными при отсутствии достаточного объема длинных денег в экономике, представленными долгосрочными кредитами, которые финансовые учреждения готовы предоставлять корпорациям реального сектора [80]. Источником финансирования инвестиционной программы могут выступить: собственные средства, банковские кредиты, выпущенные долговые ценные бумаги, средства, полученных от размещения акций, и лизинг. Государство осуществляет поддержку развития инвестиционных проектов посредством именно банковского кредитования, как наиболее развитого в отечественной экономике инструмента финансового рынка [13].

Фактически для стимулирования предоставления банками инвестиционных кредитов корпорациям реального сектора государство предпринимает 2 основных шага:

- 1) Предоставление банкам финансирования под обязательство осуществлять кредитование инвестиционных проектов.
- 2) Предоставление банкам государственных гарантий по исполнению заемщиками, реализующими данный проект, своих обязательств перед банком по обслуживанию кредита [96].

Механизм государственной поддержки финансирования инвестиционных проектов прописан в Постановлении №1044 Правительства Российской Федерации от 11 октября 2014 года.

Правительством установлен ряд требований к самим проектам, лицам, их реализующим, а также к кредитным учреждениям.

Общие требования для получения государственной поддержки:

- кредиты предоставляются российскими кредитными организациями и международными финансовыми организациями;
- кредиты предоставляются в российских рублях;
- размер процентной ставки для лица, которому предоставляется кредит в целях реализации инвестиционного проекта, не должен превышать уровень процентной ставки, устанавливаемой Центральным банком Российской Федерации, при предоставлении уполномоченным банкам кредитных средств в целях рефинансирования кредитов, выданных уполномоченными банками конечным заемщикам, плюс определенная маржа, которая подлежит изменению;
- кредитный договор должен предусматривать право уполномоченного банка-кредитора на увеличение или изменение процентной ставки по инвестиционному кредиту только при изменении процентной ставки, устанавливаемой Центральным банком Российской Федерации, при предоставлении уполномоченным банкам кредитных средств в целях рефинансирования кредитов, выданных уполномоченными банками конечным заемщикам, и в пределах ее изменения;
- кредит может быть использован только для финансирования инвестиционного проекта.

Основные требования к инвестиционным проектам:

- реализация инвестиционного проекта только на условиях и принципах проектного финансирования;
- производственная площадка инвестиционного проекта должна находиться только на территории РФ;
- инвестиционный проект должен относиться к одной из стратегически важных для отечественной экономики отраслей:
 - 1) сельское хозяйство;
 - 2) обрабатывающие производства, в том числе производство пищевых продуктов;
 - 3) химическое производство;
 - 4) машиностроительный комплекс (авиастроение, судостроение, автомобилестроение и иные);
 - 5) жилищное строительство;
 - 6) транспортный комплекс, в том числе воздушный транспорт (аэропорты, авиаперевозчики, транспортная инфраструктура);
 - 7) связь и телекоммуникации;
 - 8) производство и распределение электроэнергии, газа и воды и иных ресурсов;
- полная стоимость инвестиционного проекта (смета, совокупность всех расходов по его реализации за вычетом расходов по уплате целевых инвестиционных кредитов), составляет не менее 1 млрд. рублей и не более 20 млрд. рублей;
- заемщик, реализующий проект должен осуществить не менее 20% от полной стоимости проекта за счет собственных средств;
- иные требования, устанавливаемые кредитующим банком.

Заемщик, который будет реализовывать проект должен быть зарегистрирован в форме юридического лица в соответствии с российским законодательством, у данного лица отсутствует задолженность по налогам и сборам, отсутствуют иски о признании заемщика банкротом, а также оффшоров в структуре собственности.

Предоставление кредитным учреждениям целевых средств на финансирование инвестиционных проектов со стороны Правительства может происходить различными путями: от прямой докапитализации банка, когда у государства увеличивается доля в уставном капитале банка-кредитора, до предоставления целевых кредитов, в том числе путем выкупа облигаций коммерческого банка [61].

В целом можно отметить острую нехватку инвестиционного капитала в отечественной экономике, что выражается в высокой степени износа основных производственных фондов, а также в отсутствии инновационных производств [116].

3. Инструменты поддержки малого и среднего предпринимательства.

В целях поддержки субъектом малого и среднего предпринимательства государство как организует отдельные финансовые учреждения для помощи данным организациям, так и учреждает агентства и фонды, которые оказывают помощь субъектам МСП при привлечении финансовых ресурсов банковской сферы [112]. В 2015 году основным финансовым учреждением стало Акционерное общество «Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства» (здесь и далее – Корпорация МСП), преобразованное из Акционерного общества «Небанковская депозитно-кредитная организация «Агентство кредитных гарантий» в соответствии с Федеральным законом № 156-ФЗ от 29.06.2015. Как указано на сайте Корпорации МСП, оно «является центром компетенций и ядром национальной системы гарантийных организаций с правом осуществления установленного перечня банковских операций (лицензия от 26 июня 2014 года)». Единственным учредителем Корпорации МСП является Росимущество с возложением

полномочий акционера на Министерство экономического развития. Сформированный за счет средств федерального бюджета уставной капитал Корпорации МСП составляет 50 млрд. рублей.

Текущая деятельность Корпорации МСП сконцентрирована на заключении соглашений о сотрудничестве с банками России и региональными гарантийными организациями и предоставлении в рамках соглашений государственных гарантийных продуктов по обязательствам субъектов малого и среднего бизнеса, вытекающим из кредитных договоров, и обязательствам региональных гарантийных организаций по договорам поручительств перед банками по кредитным обязательствам субъектов малого и среднего предпринимательства.

Ключевые цели и направления деятельности Корпорации МСП [153]:

1. Выполнение задач Федерального гарантийного фонда.
2. Предоставление субъектам малого и среднего предпринимательства (МСП) банковских гарантий/контргарантий по кредитным и другим долговым обязательствам.
3. Повышение уровня доступности для субъектов МСП инвестиционных и других бизнес-кредитов.
4. Минимизация гарантийных и кредитных рисков посредством их разделения с гарантийными организациями регионов, банками и иными кредитными организациями.
5. Стимулирование банковских организаций для улучшения условий кредитования.
6. Создание системы комплексной гарантийной поддержки МСП.

Стратегическими целями Корпорации МСП и формируемой национальной гарантийной системы являются содействие развитию сферы МСП, увеличение доли субъектов МСП в объеме инвестиций и структуре экономики России, повышение количества высокопроизводительных рабочих мест, а также содействие в реализации приоритетных направлений экономической политики государства и регионов.

Ввиду слабого инвестиционного финансирования сферы МСП, в том числе за счет привлечения кредитных ресурсов, деятельность Корпорации МСП призвана существенным образом изменить диспропорцию между условиями, объемами кредитования и реальными потребностями МСП [105].

Деятельность Корпорации МСП позволяет заемщикам-субъектам МСП получать кредиты и банковские гарантии на более льготных условиях, чем если бы данные корпорации занимались их привлечением самостоятельно. В первую очередь послабление касается более слабых требований к структуре залогового обеспечения, так как Корпорация МСП покрывает до 50% от суммы привлекаемого кредита и до 70% от суммы запрашиваемой в банке гарантии. Более сильная структура залога для банкам в таком случае должна приводить к более низким ставкам процентов и комиссионных вознаграждений, однако Корпорация МСП предоставляет свои услуги на принципе платности, то есть субъекты МСП при привлечении Корпорации МСП в качестве гаранта перед банком должны заплатить 1,25% в год от суммы предоставленного обеспечения (по состоянию на 2015 год). Банки в свою очередь за счет услуг Корпорации МСП получают возможность улучшить качество своего кредитного портфеля, так как в случае наличия просроченных обязательств по стороны заемщика по кредиту или принципала по банковской гарантии, Корпорация МСП возмещает убытки банку в пределах заранее оговоренного предела ответственности.

4. Учреждение ООО «Агентство финансирования жилищного строительства» (ОАО «АФЖС»).

ОАО «АФЖС» было образовано путем переименования ОАО «АРИЖК» 16 июля 2013 года. ОАО «АРИЖК» было выделено из структуры ОАО «АИЖК» (Агентство по ипотечному жилищному кредитованию) 20 декабря 2012 года для ведения отдельных видов деятельности, не связанных с операциями в сфере ипотечного кредитования покупателей недвижимости – физических лиц. Задачей ОАО «АФЖС» стало стимулирование банковского кредитования жилищного строительства и развитие рынка арендного жилья.

Органами управления ОАО «АФЖС» являются:

- Общее собрание акционеров;
- Совет директоров;
- Правление (коллегиальный исполнительный орган);
- Генеральный директор (единоличный исполнительный орган).

Основным акционером ОАО «АФЖС» (99,9999%) является ОАО «АИЖК», которое на 100% принадлежит государству через Федеральное агентство по управлению государственным имуществом. Оставшиеся 0,0001% акций ОАО «АФЖС» принадлежат «Агентству Банковской Аналитики». Таким образом, деятельность ОАО «АФЖС» является полностью подконтрольной государству.

ОАО «АФЖС» активно содействует достижению стратегической цели государственной политики в жилищной и жилищно-коммунальной сферах на период до 2020 года – созданию комфортной среды обитания и жизнедеятельности для человека, которая позволяет не только удовлетворять жилищные потребности, но и обеспечивает высокое качество жизни в целом, а также повышению доступности жилья для экономически активного населения за счет увеличения объемов строительства жилья экономического класса.

Для достижения вышеуказанных целей ОАО «АФЖС» принимает участие в реализации социально значимых государственных программ в соответствии со следующими документами:

- Концепция долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года, утвержденная распоряжением Правительства Российской Федерации от 17 ноября 2008 года № 1662-р;
- Стратегия развития ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации до 2030 года, утвержденная распоряжением Правительства Российской Федерации от 19 июля 2010 г. № 1201-р;
- Государственная программа «Обеспечение доступным и комфортным жильем и коммунальными услугами граждан Российской Федерации», утвержденная распоряжением Правительства Российской Федерации от 15 апреля 2014г. № 323;

- Программа "Жильё для российской семьи", утвержденная Постановлением Правительства Российской Федерации от 05 мая 2014 г. № 404 «О некоторых вопросах реализации программы «Жильё для российской семьи» в рамках государственной программы «Обеспечение доступным и комфортным жильем и коммунальными услугами граждан Российской Федерации»

Основные направления деятельности ОАО «АФЖС»:

- Участие в реализации задач, поставленных перед Группой компаний «АИЖК» в рамках программы "Жильё для российской семьи";
- Стимулирование банковского кредитования жилищного строительства (Программа «Стимул»);
- Развитие сектора арендного жилья (продукт «Арендное жильё»);
- Управление недвижимым имуществом.

В части взаимодействия реального и финансового секторов экономики, основным инструментом ОАО «АФЖС» является программа «Стимул», которая направлена на увеличение объемов банковского кредитования строительства жилья.

Программа по стимулированию предоставления кредитов на цели строительства и приобретения жилья (Программа «Стимул») была разработана во исполнение решения Правительственной комиссии по повышению устойчивости развития российской экономики (Протокол от 28.04.2009г. №12) и до 01.07.2014 года была направлена на стимулирование кредитования строительных компаний, реализующих проекты строительства жилья, и физических лиц, приобретающих жильё, возводимое в рамках данных проектов.

С 01.07.2014 года Программа «Стимул» ориентирована, в первую очередь, на финансирование строительства жилья экономического класса и объектов инженерно-технического обеспечения в рамках проектов, реализация которых осуществляется по программе «Жильё для российской семьи». Общие задачи, поставленные перед группой компаний ОАО «АИЖК» в целях реализации данной приоритетной программы, закреплены постановлением Правительства

Российской Федерации от 05.05.2014г. №404 «О некоторых вопросах реализации программы «Жильё для российской семьи» в рамках государственной программы «Обеспечение доступным и комфортным жильем и коммунальными услугами граждан Российской Федерации» [12].

С целью расширения механизмов финансирования правлением ОАО «АИЖК» 10.03.2015 г. Утверждена седьмая редакция Программы «Стимул» (протокол №6/12 от 10.03.2015г.), предусматривающая возможность предоставления застройщику прямых целевых займов на цели строительства жилья экономического класса и объектов инженерно-технического обеспечения под обеспечение банковской гарантией либо, государственной гарантией субъекта Российской Федерации, либо иное обеспечение, предоставляемое гарантийной организацией, созданной органом государственной власти субъекта Российской Федерации в целях обеспечения государственной гарантийной поддержки реализации инвестиционных проектов.

Однако в настоящий момент временно не осуществляется предоставление строительным компаниям целевых займов на цели строительства жилья экономического класса и объектов инженерно-технического обеспечения под обеспечение банковской гарантией, государственной гарантией субъекта Российской Федерации, иное обеспечение, предоставляемое гарантийной организацией, созданной органом государственной власти субъекта Российской Федерации в целях обеспечения государственной гарантийной поддержки реализации инвестиционных проектов.

Агентство осуществляет финансирование кредитных организаций на цели строительства жилья экономического класса, объектов инженерно-технического обеспечения и арендного жилья в соответствии с условиями Программы «Стимул».

Программа «Стимул» нацелена на обеспечение снижения стоимости 1 кв.м. жилья экономического класса за счет финансирования строительства объектов инженерно-технического обеспечения, увеличение объемов строительства арендного жилья.

Целью Программы «Стимул» является предоставление рынку механизмов, направленных:

- на стимулирование кредитования банками строительства жилья экономического класса, возводимого в рамках Госпрограммы,
- на финансирование строительства жилья экономического класса и объектов инженерно-технического обеспечения в рамках реализации Госпрограммы,
- на предоставление гарантий выкупа нереализованного жилья,
- на стимулирование кредитования строительства жилищного фонда, предназначенного для сдачи гражданам по договору найма.

Агентство в целях реализации Программы выполняет следующие функции:

- предоставление Кредитору (банку) проекта целевых займов на финансирование строительства Проекта;
- приобретение на условиях гарантии выкупа установленного количества нереализованного Жилья экономического класса в Проекте по специальной цене, что снижает для кредитора риски платежеспособности Застройщика из-за отсутствия спроса на его жилье со стороны физических лиц;
- предоставление Кредитору проекта целевых займов на финансирование строительства Арендного жилья.

Кредитор проекта (банк) в целях реализации Программы принимает на себя следующие обязательства:

- предоставить определенный пакет документов, включая заявку и параметры кредитной линии, которая будет предоставлена застройщику;
- согласиться применять при кредитовании Проекта (Застройщика) фиксированную маржу (надбавку), установленную к процентной ставке, по которой ОАО «АФЖС» выдает банку целевые займы,
- обязательство на регулярной основе направлять в Агентство отчеты о финансовом состоянии банка, целевом расходовании займов с

предоставлением фотографий Проекта, общей сумме предоставленных кредитных средств по Проекту и результатах контроля сроков реализации Проекта;

Внедрение Программы нацелено на:

- повышение доступности финансирования для застройщиков, реализующих проекты по строительству жилья экономического класса в рамках Госпрограммы;
- обеспечение снижения стоимости 1 кв. м. жилья экономического класса за счет финансирования строительства объектов инженерно-технического обеспечения и последующего выкупа таких объектов для 25 млн. кв.м. жилья экономического класса, возведение которых запланировано в рамках Госпрограммы;
- увеличение объемов банковского кредитования строительства не только жилья, но и объектов инженерно-технического обеспечения, обеспечивающих эксплуатацию возведенных в рамках Госпрограммы Проектов жилищного строительства;
- увеличение объемов строительства Арендного жилья.

Программа «Стимул» является эффективным инструментом фондирования банков для финансирования строительных объектов. Особенно актуальна деятельность данной программы в период экономических спадов, когда банки закрывают лимиты кредитования на строительную отрасль.

5. Введение ускоренной процедуры получения уплаченного налога на добавленную стоимость при предоставлении банковской гарантии.

Отечественные компании в большинстве своем имеют право на возмещение НДС, уплаченного при закупке продукции или заказе различных услуг. Большинство компаний получают от налоговой инспекции уплаченный НДС только после осуществления камеральной проверки [2], однако в 2009 году был подписан Федеральный закон от 17.12.2009 № 318-ФЗ о введении заявительного порядка возмещения налога на добавленную стоимость. Данный порядок был

согласован для крупных корпораций, по которым выполняется требование: совокупная сумма НДС, акцизов, налога на прибыль организаций и НДСПИ, за последние три года составляет не менее 10 миллиардов рублей [6]. Также возврат НДС или зачет может осуществляться в заявительном порядке до завершения проверки налоговой декларации, в которой заявлено право на возмещение НДС, в случае предоставления вместе с налоговой декларацией по НДС действующей банковской гарантии [2]. Банковская гарантия это обязательство Банка на основании требования ИФНС уплатить в бюджет за налогоплательщика суммы НДС, излишне полученные им в результате возмещения НДС в заявительном порядке, при условии, если решение о возврате НДС или зачете в заявительном порядке будет отменено полностью или частично в дальнейшем. Банковская гарантия должна быть предоставлена Банком, включенным в перечень банков, отвечающих установленным требованиям для принятия банковских гарантий в целях налогообложения, который ведется Министерством финансов Российской Федерации на основании сведений, полученных от Центрального Банка РФ.

Основные требования, предъявляемые ИФНС к банковским гарантия возврата возмещенного НДС [6]:

- банковская гарантия должна быть безотзывной и непередаваемой;
- банковская гарантия не может содержать указание на представление налоговым органом банку документов, которые не предусмотрены Налоговым кодексом РФ;
- срок действия банковской гарантии должен истекать не ранее чем через 8 месяцев со дня подачи налоговой декларации, в которой заявлена сумма НДС к возмещению;
- сумма, на которую выдана банковская гарантия, должна обеспечивать исполнение обязательств по возврату в бюджет в полном объеме суммы НДС, заявляемой к возмещению;
- банковская гарантия должна допускать беспорное списание денежных средств со счета гаранта в случае неисполнения им в установленный

срок требования об уплате денежной суммы по банковской гарантии, направленного до окончания срока действия банковской гарантии.

Требования ИФНС к банкам, предоставляющим гарантии возврата возмещенного НДС:

- наличие лицензии на осуществление банковских операций в течение не менее 5 лет;
- наличие зарегистрированного уставного капитала банка в размере не менее 500 млн. рублей;
- наличие собственных средств (капитала) банка в размере не менее 1 млрд. рублей;
- соблюдение обязательных нормативов на все отчетные даты в течение последних 6 месяцев;
- отсутствие требования Центрального Банка РФ об осуществлении мер по финансовому оздоровлению Банка.

Если при процедуре камеральной проверки ИФНС устанавливает, что сумма возмещенного НДС превышает сумму, которую корпорация имела право возместить из бюджета, то ИФНС направляет указание в течение 5 дней вернуть сумму излишне возмещенного НДС, а также уплатить проценты, начисленные на сумму излишне возмещенного НДС, из расчета удвоенной ставки рефинансирования, начисленной на весь срок пользования корпорацией данными средствами. В случае, если корпорация не возвращает ранее излишне возмещенный НДС, то ИФНС имеет право истребовать данную сумму с банка, который предоставил данной корпорации банковскую гарантию. В таком случае к банку переходит регрессное право истребовать данную сумму с корпорации, в том числе за счет реализации заложенного имущества в случае наличия такого.

Данный инструмент ускоренного возмещения НДС позволяет крупным корпорациям мобилизовать крупные финансовые ресурсы, которые могут быть использованы в предпринимательской деятельности и которые соответственно могут приносить доход. Банковскому сектору данные инструменты позволяют получать доходы за счет уплаты корпорацией-принципалом комиссионного

вознаграждения. При этом гарантии возврата возмещенного НДС являются для банков одними из наименее рискованных операций, что отчасти обусловлено тем, что данными инструментами пользуются преимущественно крупные и надежные клиенты банка.

6. Вмешательство в банкротство важных корпораций.

При финансировании деятельности корпораций реального сектора у финансового сектора образуются активы в форме обязательств корпораций. При невозможности исполнять свои обязательства перед кредиторами и инвесторами последние имеют подать иск о банкротстве корпорации [89]. В данном случае назначается ликвидатор общества, а затем конкурсный управляющий. Если активов общества не будет хватать для погашения всех обязательств, а также если будет отсутствовать возможность провести финансовое оздоровление общества, то оно будет ликвидировано посредством процедуры банкротства [8]. Фактически это означает, что деятельность общества прекратится, а активы будут проданы с торгов для удовлетворения требований кредиторов. При этом сотрудники банкротного общества потеряют свои рабочие места, а экономика страны лишится продукции, которую это общество производило.

В случае банкротства стратегически значимых для государства корпораций, ситуация обстоит иначе. Банкротная корпорация может быть слишком большим по численности персонала, чтобы его можно было закрыть без социально значимых для страны последствий. Также возможна ситуация, что корпорация производит продукцию стратегического назначения, без которой страна оказывается под той или иной угрозой [127]. Это может касаться сферы оборонно-промышленного комплекса, аграрного производства, фармацевтики и прочих отраслей. В данном случае государство напрямую заинтересовано, чтобы банкротная корпорация сохранила свою деятельность или была осуществлена передача функции этого производства с банкротной корпорации на новое

общество без существенных обязательств, которые это общество не сможет погасить за счет доходов от своей деятельности.

Вмешательство в процедуру банкротства стратегически значимой корпорации государство начинает с участия в выборе арбитражного управляющего, путем предъявления к нему дополнительных требований. В дальнейшем государство выступает в роли посредника при переговорах между кредиторами и банкротной корпорацией. Необходимость данного посредничества обусловлена тем, что возникает конфликт интересов между различными участниками процесса.

Кредиторы и инвесторы заинтересованы в возврате вложенных средств. Вопрос сохранения общества и его деятельности не стоит для них на первом месте. Руководство самой банкротной корпорации зачастую также может быть не заинтересовано в продолжении ее деятельности в виду личностных характеристик данного руководства, деятельность и экономическая политика которого привели общество к экономическому краху. Фактически в данном случае единственным заинтересованным в сохранении производства лицом будет выступать государство. При этом необходимо отметить, что успешность вмешательства государства обусловлена в первую очередь наличием влияния, как на руководство кредиторов, так и на руководство должника. В случае его отсутствия, процедура банкротства может пройти без его участия. Это возможно, если будет банкротиться корпорация с иностранным капиталом и обязательствами перед иностранными кредиторами. В случае если государство может оказать влияние на процесс закрытия производства, то имеются следующие пути решения проблемы:

смена руководства корпорации через арбитражного управляющего;

оказание влияния на кредиторов с целью одобрения пролонгации обязательств, если есть экономические предпосылки того, что общество сможет обслуживать в дальнейшем свои долги. Данная форма может предусматривать отсрочку по уплате основного долга, процентов, а также ковенантные каникулы, когда кредиторы не смогут предъявлять какие-либо санкции за нарушения ковенантов, установленных договорами;

поиск инвестора для выкупа долгов общества, который сможет погасить действующие обязательства корпорации, а сам участвуя в ее деятельности, сможет вернуть вложенные средства через более длительный период времени;

выкуп общества у его акционеров вместе со всеми активами и обязательствами по минимальной цене. В таком случае к государству переходит право собственности на общество и его полный контроль над его деятельностью;

принуждение кредиторов к признанию в части погашения обязательств общества перехода права собственности на долю в обществе;

предоставление гарантий и поручительств по обязательствам банкротной корпорации при пролонгации ее обязательств перед кредиторами и инвесторами. В таком случае государство гарантирует, что обязательства общества будут погашены в тот или иной срок, что позволяет кредиторам быть уверенными в том, что обязательства будут погашены, а также позволит избежать убытков в своей отчетности из-за формирования резервов по просроченным обязательствам.

Государственное участие в процедуре банкротства является нередким явлением, как в России, так и в странах развитой экономики. В отечественной экономике наиболее актуальным примером является банкротство Группы компаний Мечел, одного из мировых лидеров производства металлургической продукции и коксующегося угля, с численностью персонала 70 тысяч человек. Переговоры с руководителями основных кредиторов (Сбербанк, ВТБ) проходят, в том числе при участии первых лиц государства. Первым шагом при финансовом оздоровлении стало отстранение Игоря Зюзина от руководства корпорацией. В 2015 году идут активные переговоры о переходе права собственности на акции общества к кредиторам пропорционально их доле в кредитном портфеле.

В США одним из наиболее крупных банкротств с государственным участием является банкротство General Motors в 2009 году, вызванное мировым

финансовым кризисом. Правительство США одобрило предоставление обществу 30 миллиардов долларов в обмен на 60% в обществе. Правительство Канады получило 12% акций в обмен на 9,5 миллиардов долларов. В 2010 году после проведения публичного размещения акций, правительства обеих стран частично реализовали свои пакеты акций на открытом рынке.

Меры регулирования финансового сектора экономики:

1. Контроль Центрального Банка РФ за деятельностью банков/расчетка банковского сектора.

Основными целями деятельности Центрального банка являются:

- обеспечение устойчивости рубля;
- развитие банковской системы РФ;
- обеспечение эффективного и бесперебойного функционирования платежной системы РФ.

В рамках достижения данных целей Центральный банк РФ проводит мониторинг деятельности как банковского сектора в целом, так и деятельности каждого конкретного финансового учреждения [11]. Для выполнения данного мониторинга Центральный банк ежемесячно получает от всех кредитных учреждений бухгалтерскую отчетность, по которой проводится мониторинг выполнения требований Центрального банка в части соблюдения обязательных нормативов [59]. Также Центральный банк осуществляет периодическую выездную проверку деятельности банков и их филиалов на предмет соответствия их деятельности действующему законодательству РФ, на адекватность кредитной политики банка и соответствие создаваемых резервов реальному уровню риска кредитного портфеля, также на достоверность предоставляемой финансовой отчетности [14].

В случае выявления скрытых финансовых трудностей, которые испытывает кредитное учреждение, фактов предоставления недостоверной финансовой отчетности или существенных фактов нарушения действующего

законодательства, Центральный банк прибегает к определенным мерам. В случае если кредитное учреждение сможет в дальнейшем продолжить свою деятельность, при этом обслуживая требования кредиторов, в проблемных кредитных учреждениях Центральный банк проводит процедуру финансового оздоровления, санации [11]. В случае же если кредитное учреждение не сможет в дальнейшем продолжать свою деятельность, Центральный банк досрочно отзывает у данного кредитного учреждения лицензию на осуществление банковских операций. В российской практике период массового отзыва лицензий у кредитных учреждений на фоне с введением процедуры финансового оздоровления носит термин «расчистка банковского сектора». Последняя данная расчистка осуществлялась на протяжении 2 лет (2013-2015 гг.).

Преимущества расчистки банковского сектора:

- меньшее количество денежных средств населения и компаний реального сектора вовлечены в оборот теневой экономики;
- снижаются объемы выводимых средств за рубеж, происходит снижение оттока капитала из отечественной экономики;
- перекрываются каналы финансирования нелегальной деятельности, отмывания доходов, полученных преступным путем;
- с рынка уходят финансовые организации, ведущие некорректную кредитную политику, приводящую к финансовым дырам в кредитных учреждениях;
- в перспективе снижается объем средств, которые выделяются на возмещение потерь вкладчиков в пределах застрахованной суммы вкладов.

Недостатки расчистки банковского сектора:

- снижение конкуренции на банковском рынке, так как клиентов закрывающихся банков передают в крупные банковские структуры через инструменты санации;

- в банках увеличивается штат персонала, деятельность которого направлена на соблюдение всех правил Центрального банка, что фактически создает нагрузку на маржинальность банковского сектора и в итоге приводит к увеличению процентных ставок, что в конечном счете сказывается на темпах экономического развития.

Текущая ситуация в России в части расчистки банковского сектора.

Полномасштабную расчистку банковского сектора со стороны Центрального банка России начала проводить Эльвира Набиуллина после назначения на пост председателя Центрального банка летом 2013 года. По итогам 2 лет расчистки было отозвано лицензий у 120 банков. Преимущественно лицензии были отозваны за нарушение банковского законодательства, законодательства в части противодействия отмыванию доходов, полученных преступным путем, и за предоставление недостоверной финансовой отчетности. По состоянию на 08.06.2015 по оценке председателя Центрального банка в России насчитывается около 20 кредитных учреждений, проводящих сомнительные операции. За 2 года их количество сократилось в 7,5 раз. В наиболее крупных банках, банкротство которых привело бы к полному истощению финансовых запасов Агентства по страхованию вкладов, Центральным банком проводится процедура санации, то есть финансового оздоровления под руководством одного из крупных банков, который выбирается Центральным банком.

Расчистка банковского сектора имеет зеркальное отражение на представителях реального сектора экономики:

- перекрыты каналы обналичивания денежных средств многим корпорациям, занимающихся деятельностью не в полной мере в соответствии с законодательством РФ;
- корпорации, имеющие вклады и остатки денежных средств на счетах в банках, потерявших лицензию, вынуждены были понести финансовые потери в связи с невозможностью вернуть свои денежные средства;

- многие корпорации были вынуждены искать другие банки для обслуживания, что привело к отвлечению трудовых ресурсов от текущей хозяйственной деятельности;
- многим корпорациям был перекрыт доступ к кредитованию, которое предоставлялось некоторыми банками, проводящими высоко рискованную кредитную политику, без подробного рассмотрения деятельности заемщиков;
- одной из крупнейших проблем в реальном секторе, вызванной расчисткой банковского сектора, стало замораживание средств Ленэнерго на счетах в банке Таврическом, проходящим стадию санации. По различным данным, на счетах в Таврическом у Ленэнерго могли быть заморожены средства в сумме до 15 миллиардов рублей. Данные средства размещались в форме депозитов и не были отражены в отчетности Ленэнерго по неустановленным причинам. Отсутствие данных финансовых ресурсов в распоряжении энергораспределительной компании привело к разрыву ликвидности и кризису неплатежей в адрес своих подрядчиков. В связи с тем, что многие корпорации предоставляли отсрочку платежа фактическому монополисту на рынке, ссылаясь на его финансовую устойчивость, отсутствие поступлений за уже выполненные работы привело к цепному банкротству некоторых субподрядчиков.

Фактически деятельность Центрального банка, направленная на расчистку банковского сектора, имеет под собой экономическое обоснование и направлена на достижение положительного эффекта в части взаимодействия финансового и реального секторов экономики. Однако приведенная выше ситуация с Ленэнерго демонстрирует, что частично эффект может быть отрицательным. В данном случае ситуация была вызвана не нецелесообразными действиями регулятора, а не в полной мере достоверной отчетностью корпорации, что не позволило заранее предвидеть все экономические последствия.

Безусловно, Центральному банку необходимо продолжить процесс выявления банков, проводящих сомнительные операции, с целью пресечения их деятельности, однако при этом необходимо прорабатывать вопросы повышения уровня конкуренции на банковском рынке, а также упрощения и усовершенствования банковских процедур, чтобы они стали доступнее более широкому кругу юридических лиц.

2. Управление ключевой ставкой Центрального банка.

Ключевая ставка является одним из основных инструментов денежно-кредитной политики государства [17]. Фактически ключевая ставка показывает цену, по которой Центральный банк России готов предоставлять кредиты коммерческим банкам на срок 1 неделя и по которой готов принимать депозиты. Фактически ключевая ставка показывает стоимость денег для банковского сектора и дает ориентир по уровню процентных ставок [88]. Банки, привлекая деньги от Центрального банка, предоставляют данные средства в форме кредитов коммерческим учреждениям/фирмам/корпорациям/населению. При этом, так как деятельность банков направлена на получение прибыли, образующегося в форме процентного дохода, то есть разницы между полученными и уплаченными процентами, то при кредитовании реального сектора к ключевой ставке коммерческие банки добавляют различные премии. В отечественной практике в качестве данных премий выступают премия за кредитный риск, премия за административные расходы по организации кредита. Первая должна покрыть потенциальные убытки банка в случае невозврата кредита с учетом вероятности данного события. Последняя должна покрыть фактические трудозатраты на организацию кредитования и зависит от организационной структуры банка. Таким образом, несмотря даже на тот факт, что подходы к оценке кредитного риска и вероятности дефолта у разных банков также различаются, а административная нагрузка также не является константой, ключевая ставка Центрального банка задает однозначный ориентир по стоимости денег в экономике [130]. Изменение ключевой ставки позволяет

фактически изменить стоимость кредитов для всех корпораций реального сектора, а также оказывать влияние на уровень инфляции в экономике [62].

Увеличение ключевой ставки осуществляется Центральным банком в случае замедления темпов экономического развития, нехватки рублевой ликвидности в экономике, а также в случае необходимости ограничить эту ликвидность при необходимости [28]. Фактически данная ситуация может иметь место при большой волатильности курса отечественной валюты, если государство хочет ограничить ликвидность, чтобы у игроков рынка отсутствовали средства для валютных спекуляций [122].

Уменьшение ключевой ставки производится при достаточной ликвидности в экономике и при стабилизации общей экономической ситуации. Как правило, страны с более развитой экономикой имеют более низкие ключевые ставки, в то время как развивающиеся страны – более высокие. Низкая ключевая ставка является мощным драйвером долгосрочного экономического роста, однако данный рост сопряжен с закредитованностью экономики в целом и конкретных корпораций в частности. Высокая ставка фактически блокирует осуществление в экономике инвестиционных проектов, снижает маржинальность бизнеса, вследствие чего у корпораций отсутствуют сформированные резервы денежных средств. При высокой ключевой ставке Центрального банка фактически нельзя говорить об инвестиционном развитии экономики и снижении изношенности основных производственных фондов страны, так как модернизация в той или иной степени производится за счет кредитных средств. Существенно снизить ключевую ставку Центральный банк не может из-за потенциального объема валютных спекуляций, на которые пойдут дешевые деньги, что подорвет устойчивость рубля как валюты. Это противоречит первой цели деятельности Центрального банка. При этом ограничить объем операций купли-продажи Центральный банк также не хочет, так как это будет свидетельствовать об отходе от рыночной экономики к директивному управлению. При этом получателями кредитных средств Центрального банка являются коммерческие банки, которые и являются наиболее активными игроками валютного рынка. В

итоге получается ситуация, когда определенные действия представителей банковского сектора блокируют потенциал для экономического роста страны, который в первую очередь зависит от уровня промышленного производства.

Подводя итог вышесказанному, необходимо отметить, что, безусловно, снижение ключевой ставки необходимо для стимулирования долгосрочного экономического роста. Однако осуществлять данное снижение необходимо только при дополнительном контроле за полученными денежными средствами в коммерческих банках. Сами банки при предоставлении кредитов в обязательном порядке определяют целевое использование кредитных средств, осуществляют проверку контрагентов, которые получают кредитные средства от их заемщиков. Данную практику необходимо распространить и на кредиты, предоставляемые Центральным банком.

3. Рефинансирование банков под залог прав по коммерческим кредитам.

Центральный банк предоставляет ликвидность финансовому сектору через множество каналов, включающих в себя различные инструменты, такие как РЕПО, операции с облигациями, валютные свопы, депозитные операции, кредитные операции [15]. Однако данные средства предоставляются банкам на ведение их текущей деятельности, так что фактически полученные банками средства могут не оказаться источником финансирования корпораций реального сектора экономики. Однако учитывая тот факт, что государство ожидает от банков определенного уровня активности на рынке кредитования корпораций, государство в лице Центрального банка создало стимул коммерческим банкам для кредитования реального сектора. Стимулом в данном случае для банков является дополнительное фондирование, которое банки могут получить под залог прав по кредитным договорам, заключенными с корпорациями, удовлетворяющими требованиям Центрального банка. С формальной точки зрения, денежные средства, полученные от Центрального банка РФ, не обязательно будут направлены на предоставление кредитов реальному сектору, однако данную операцию необходимо рассматривать как рефинансировать

затрат, которые ранее понес коммерческий банк при предоставлении кредита [35]. С бухгалтерской точки зрения, в бухгалтерском балансе банка активы и пассивы по данной операции также будут сбалансированы. В активах будет отражен предоставленный кредит, а в пассивах – полученный под залог прав по нему займ от Центрального банка РФ.

При этом необходимо отметить, что не все банки могут являться претендентами на получение кредитов Центрального банка, а только удовлетворяющие следующим требованиям, установленным в положении 312-П Центрального банка [15]:

- банк относится к 1 или 2 классификационным группам в соответствии с требованиями Центрального банка;
- банк не имеет просроченных денежных обязательств перед Центральным банком;
- банк не имеет недовзноса в обязательные резервы, неуплаченных штрафов за нарушение нормативов обязательных резервов, непредставленного расчета размера обязательных резервов;
- банк заключил с Центральным банком генеральный кредитный договор, предусматривающий предоставление соответствующего вида кредитов Центрального банка на соответствующий основной счет банка-заемщика.

К кредитному договору, права требования по которому передаются в залог Центральному банку, а также к заемщику по данному кредитному договору также установлен ряд требований:

- кредитный договор заключен с соблюдением законодательства Российской Федерации, и правом, применимым к указанному договору, является российское право, если иное не установлено Центральным банком; обязательства перед банком-заемщиком по указанному кредитному договору возникают у организации - резидента Российской Федерации. Таким образом, права требования по кредитному договору,

заключенному с нерезидентом РФ, передать в залог Центральному банку нельзя;

- сумма основного долга по кредиту выражена в рублях или в одной из иностранных валют, перечень которых установлен Центральным банком РФ;
- кредитный договор предусматривает погашение суммы (последней части суммы) основного долга по кредиту в срок не ранее чем через 60 календарных дней после наступления срока (предполагаемого срока) погашения суммы (последней части суммы) основного долга по кредиту Центрального банка. Последний рассматривает данную процедуру не как финансирование конкретного заемщика через конкретный коммерческий банк, а как помощь банку в части покрытия разрыва в его ликвидности, так как фактически данное требование устанавливает обязанность банка-заемщика производить погашение кредита перед Центральным банком за счет собственных средств;
- кредитный договор не содержит ограничений на переход прав требований кредитора к другому лицу, так как в таком случае залог прав по нему можно оспорить в суде, и такой залог может быть признан ничтожным;
- право требования по кредитному договору не обременено обязательствами банка-заемщика перед третьими лицами, в отношении указанного права требования отсутствуют споры и предъявленные в установленном порядке требования;
- кредит отнесен к I или II категории качества, а если заемщиком по кредиту является субъект малого предпринимательства - к I категории качества в соответствии с Положением Банка России N 254-П, если иное не установлено Банком России [16];
- сумма основного долга по кредиту не меньше величины, установленной Центральным банком, если заемщиком по кредиту является общество с

ограниченной ответственностью и (или) субъект малого предпринимательства;

- основной вид деятельности заемщика по кредиту относится к нефинансовым видам деятельности, список которых установлен Центральным банком.
- заемщик, отвечающее за возврат суммы основного долга по кредиту, отвечает следующим требованиям (1 и 2 одновременно или 2-4 одновременно):
 1. организация включена в перечень, установленный Банком России (в перечень включены 243 корпорации);
 2. организация не является аффилированным лицом банка-заемщика, за исключением некоторых случаев;
 3. организация является резидентом Российской Федерации;
 4. организация отвечает следующим требованиям:
 - зарегистрирована в организационно-правовой форме акционерного общества, или общества с ограниченной ответственностью, или государственного унитарного предприятия, или производственного кооператива;
 - период деятельности составляет не менее 3 лет с даты государственной регистрации (за некоторым исключением);
 - основной вид деятельности организации относится к нефинансовым видам деятельности, список которых установлен Центральным банком РФ (информация об указанном списке публикуется на официальном сайте Банка России в информационно-телекоммуникационной сети "Интернет");
 - отчетность и другая информация об организации соответствуют требованиям, установленным Центральным банком РФ (данное требование не применяется, если соответствующий кредит отнесен к I категории качества в соответствии с Положением Банка России N 254-П

или банк-заемщик соответствует требованиям, установленным Банком России) [16].

Введя процедуру кредитования банков под залог прав требования по коммерческим кредитам, Центральный банк создал удобный источник фондирования банковского сектора с одновременной их обязанностью осуществлять кредитование высоконадежных заемщиков. В настоящий момент банки активно прибегают к данному источнику фондирования.

4. Учреждение специализированных кредитных учреждений, владение в них долями.

Некоторые виды деятельности в экономике традиционно являются нерентабельными или обладают слишком большими барьерами для начала их деятельности, чтобы они были привлекательны для частных инвесторов. В связи с этим государство берет на себя функцию по ведению определенных видов деятельности. Аналогично и в банковском секторе. Государство владеет большим количеством банков через различные структуры, при этом ряд банков перешел в государственную собственность из-за своего банкротства, когда государство хотело предотвратить все неблагоприятные последствия, связанные с закрытием данных кредитных учреждений. Однако некоторыми кредитными учреждениями государство владеет целенаправленно для оказания помощи тем или иным отраслям хозяйственной деятельности страны:

- 1) ОАО «Россельхозбанк». Банк учрежден для оказания целенаправленной поддержки развитию аграрного комплекса страны. Банк имеет специализированные кредитные продукты, потребность в которых испытывают сельскохозяйственные корпорации, а также отдельные методики в части оценки земель сельскохозяйственного назначения и прочих аспектах банковской деятельности. Потребность в учреждении данного банка возникла в связи с тем, что учитывая низкую рентабельность сельскохозяйственной деятельности, а также повышенные риски из-за климатических особенностей, коммерческие банки не осуществляли кредитования аграрного комплекса в достаточном объеме.

2) Акционерное общество «Российский Банк поддержки малого и среднего предпринимательства» (МСП Банк). Учрежден банк был в 1999 году. Стратегия деятельности банка опирается на следующие принципы [155]:

- Нацеленность на сегменты финансирования субъектов МСП.
- Поддержка регионов Российской Федерации с приоритетом государственного развития (ДВФО, СКФО, КФО), в которых существует необходимость дополнительного стимулирования субъектов МСП.
- Предоставление субъектам МСП долгосрочных финансовых ресурсов.

Кредитование субъектов малого и среднего предпринимательства в теории должно приносить банкам достаточную маржинальность из-за более высокого процентного дохода по кредитам, выданным субъектам МСП. Однако российская практика не сложилась данным образом. Кредитование субъектов МСП в отечественной экономике является высоко рискованным инструментом кредитной политики банка. Данные заемщики традиционно имеют более короткий срок деятельности на рынке, более плохое финансовое состояние и меньшую обеспеченность всеми необходимыми производственными фондами по сравнению с крупными корпоративными заемщиками. Также необходимо отметить, что в российской экономике существенную долю в успешности бизнеса занимают связи в экономических и политических кругах. У субъектов МСП данные связи также существенно хуже, что делает их бизнес более уязвимым. Учитывая повышенные риски, банки при кредитовании субъектов МСП должны в процентную ставку закладывать дополнительную премию за кредитный риск. Однако учитывая большой уровень процентных ставок в экономике в целом, в полной мере заложить данную премию в эффективную ставку кредитования не представляется возможным, так как тогда ставка кредитования не будет интересна заемщикам в связи с тем, что их доход от операционной деятельности не будет покрывать расходы по

обслуживанию долга. Как следствие, банки несут убыток от кредитования субъектов МСП, так как процентная ставка не соответствует уровню риска. Многие коммерческие банки закрывают или приостанавливают программы по кредитованию субъектов МСП. Однако государственная стратегия предусматривает приоритетное развитие субъектов малого и среднего бизнеса, так как в развитых странах на них приходится основная доля экономики, в отличие от российской экономики, которые фактически представлена рядом монополистов в своих отраслях. Для качественного развития субъектов МСП также необходимо предоставление им долгосрочных финансовых ресурсов. Только с помощью инвестиционных кредитов субъекты МСП смогут модернизировать или начинать свое производство. МСП банк направлен именно на предоставление качественных услуг субъектам малого и среднего бизнеса и предлагает следующие услуги: традиционное банковское кредитование, факторинг, лизинг, венчурное финансирование.

- 3) Внешэкономбанк (ВЭБ). Банк имеет своей целью повышение конкурентоспособности российской экономики, ее диверсификацию, а также стимулирование инвестиционной деятельности [154]. Извлечение прибыли не ставится как задача его деятельности [5]. Деятельность регулируется специальным законом №82-ФЗ "О банке развития", вступившим в силу 4 июня 2007 года. Деятельность банка направлена на финансирование крупных инвестиционных проектов, поддержку экспорта промышленной продукции, а также на финансирование развития инновационной деятельности.

В рамках достижения своих целей ВЭБ использует следующие финансовые инструменты для поддержки корпораций:

- кредиты;
- гарантии и поручительства;
- участие в уставных капиталах хозяйственных обществ;
- лизинговые операции;

- страхование экспортных кредитов;
- финансовая и гарантийная поддержка экспорта.

Инвестиционные проекты банком финансируются только при условии, что срок их окупаемости превышает 5 лет, общая стоимость проекта превышает 2 миллиарда рублей (для проектов, направленных на развитие монопрофильных муниципальных образований, – более 1 млрд рублей), минимальный размер участия банк в проекте – 1 млрд рублей (для проектов, направленных на развитие монопрофильных муниципальных образований, – 0,5 млрд рублей). При несоответствии проекты данным требованиям заемщик, реализующий проект, может обратиться в коммерческий банк для финансирования проекта. При этом ВЭБ финансирует только проекты, которые проходят экспертизу, подтверждающую их экономическую целесообразность и окупаемость.

В целях поддержки национального несырьевого экспорта Внешэкономбанк предоставляет экспортные кредиты иностранным покупателям российских товаров, работ, услуг (некредитным организациям), иностранным банкам-кредиторам покупателей продукции, государствам, правительствам и органам исполнительной власти иностранных государств на цели приобретения продукции. Также Внешэкономбанк предоставляет кредитные ресурсы российским экспортерам в целях покрытия расходов на производство продукции для последующей поставки иностранным покупателям (предэкспортное кредитование).

Иностранцам покупателям российской высокотехнологичной продукции кредитные средства могут быть предоставлены по сниженной конкурентоспособной ставке за счет использования механизма субсидирования.

Использование указанных продуктов позволяет получить поддержку Внешэкономбанка большому числу российских экспортеров.

Продуктовый ряд гарантийных продуктов Внешэкономбанка включает в себя:

- гарантии возврата аванса;
- гарантии надлежащего исполнения;
- тендерные гарантии;
- гарантии платежа;
- гарантии в форме аккредитива (резервного аккредитива);
- контргарантии в обеспечение любых видов прямых гарантий других банков (российских и иностранных) — возврата аванса, надлежащего исполнения, тендерных и др.;
- гарантии возврата возмещенного НДС, гарантия в пользу таможни.

Внешэкономбанк при осуществлении гарантийной поддержки экспортных контрактов российских компаний сотрудничает с контрагентами по всему миру. Прямые гарантии Внешэкономбанка принимаются многими иностранными контрагентами всего мира.

- 4) Государственный специализированный Российский экспортно-импортный банк (акционерное общество) – Росэксимбанк. Был учрежден в 1994 году. Первоначальной целью деятельности стала поддержка корпораций, деятельность которых направлена на экспорт продукции машиностроения. В дальнейшем банк стал оказывать поддержку всем корпорациям, осуществляющим экспорт несырьевой продукции. В настоящий момент банк работает с широким кругом экспортеров. Заемщиками банка являются в том числе и компания, которые ранее не осуществляли экспортной деятельности, однако получили у банка средства на ее развитие.

Подводя итог вышесказанному, необходимо отметить, что государство оказывает поддержку реальному сектору экономики через финансовые учреждения разных профилей. Однако учитывая текущее состояние экономики, данные меры нельзя признать удовлетворительными. Для дальнейшего

стимулирования взаимодействия между реальным и финансовым секторами государству, по мнению автора, необходимо предпринять следующие шаги:

- 1) Унифицировать подходы кредитных учреждений к оценке кредитных рисков и процессу кредитования, чтобы корпоративные заемщики не были вынуждены подстраиваться под каждый банк в отдельности.
- 2) Оптимизировать и автоматизировать процедуры контроля за деятельностью кредитных учреждений. Большой объем административного персонала в банках имеет в качестве своего функционала подготовку отчетности и выполнение требований регуляторов. Затраты на данный административный персонал в дальнейшем перекладываются на корпоративных заемщиков в форме дополнительной премии, заложенной в процентной ставке.
- 3) Оптимизировать и конкретизировать процедуры получения субсидий из бюджета. Фактически субсидии должны приходить в соответствующий срок (сразу при уплате процентов банку, если субсидия направлена на возмещение потерь по уплаченным процентам и так далее). Процедуру получения субсидий необходимо сделать менее забюрократизированной, так как это является одним из факторов, почему некоторые компании не обращаются к государству за получением субсидий.
- 4) Кредитование субъектов МСП необходимо производить на рыночных условиях, для чего необходимо провести общее снижение ставок в экономике, что позволит бизнесу повысить свою маржинальность. Поддержку субъектов МСП необходимо также проводить на более прозрачных и рыночных условиях.
- 5) Услуги АФЖС по предоставлению банкам фондирования под кредитование строительных проектов должны быть более гибкими и соответствовать подходам банка к кредитованию. Также необходимо снять бюрократическую процедуру по запрашиванию с банка отчетности по привлеченным от АФЖС средствам.

- 6) Увеличение ответственности к должностным лицам и собственникам, действия которых привели к банкротству стратегически важных для отечественной экономики корпораций.
- 7) Продолжить расчистку банковского сектора с целью отзыва лицензий у кредитных учреждений, деятельность которых связана с денежными потоками организаций, получающих доходы от нелегальной деятельности.

Таким образом, у государства есть множество инструментов для выстраивания более эффективной схемы взаимодействия между реальным и финансовым сектором экономики, которые оно может использовать в дальнейшем. Для принятия решения, какие именно инструменты финансового рынка требуют максимальной поддержки со стороны государства, необходимо рассмотреть степень их использования корпорациями реального сектора в текущих реалиях.

1.3. Особенности использования инструментов финансового рынка при финансировании реальных инвестиционных проектов. Теоретические подходы к понятию и содержанию инструментов.

Под инвестиционной деятельностью корпорации подразумеваются только реальные инвестиции, которые требуют привлечения инструментов финансового рынка. При этом при осуществлении процесса вложений реальных инвестиций имеет место ряд особенностей, среди которых можно отметить следующие.

В первую очередь, реальные инвестиции напрямую связаны с основным видом деятельности корпорации, диверсификацией ассортимента продукции, которую производит корпорация, повышением ее качества за счет использования успехов и результатов научно-технического прогресса. Таким образом, производственная или основная хозяйственная деятельность и реальные инвестиционные процессы являются связанными и обуславливают друг друга.

Во-вторых, осуществление реальных инвестиций является более рискованной деятельностью в части экономического риска по сравнению с осуществлением финансовых инвестиций. Однако это приводит к тому, что реальные инвестиции могут принести обществу существенно более высокий уровень рентабельности на величину вложенных средств. Повышенный уровень риска обусловлен факторами морального старения оборудования, особенностями производственных процессов и так далее [74].

В-третьих, финансовые инвестиции являются более ликвидными, если сравнивать их по данному показателю с реальными инвестициями. Вызвано это тем, что деятельность многих корпораций реального сектора является узконаправленной, то есть они не могут переключиться в своей деятельности на альтернативные виды деятельности. В связи с этим ошибки в случае осуществления реальных инвестиций обходятся корпорациям дороже, чем при осуществлении финансовых инвестиций.

Форма осуществления реальных инвестиций может быть совершенно различна. Она может заключаться в форме капитальных вложений, затрат корпорации в увеличение оборотных активов или же в форме средств,

направленных на приобретение нематериальных активов. Форма капитальных вложений также может быть совершенно различна. Это может быть осуществление принципиально нового строительства, осуществление модернизации производства, его реконструкции или технического перевооружения, а также покупка целых единых имущественных комплексов.

Последнее в первую очередь осуществляется крупнейшими корпорациями, которые ведут агрессивную конкурентную политику на своем рынке. Зачастую данные корпорации имеют серьезные амбиции в части степени своего влияния на рынок. В России в современных условиях данная форма осуществления инвестиций является довольно актуальной и популярной для корпораций, которые хотят создать производственно-коммерческие структуры полного замкнутого технологического цикла. Деятельность данных корпораций включает в себя полный цикл от закупки сырья и материалов до продажи готовой продукции конечному потребителю.

При реализации данной формы реальных инвестиций происходит рост балансовой стоимости активов корпорации ввиду роста ее финансовых возможностей, а также роста потенциала от сокращения производственных затрат себестоимости, в том числе за счет совместного использования системы сбыта готовой продукции и других факторов [128]. Строительство новых производственных объектов, осуществление вложений в современные технологические производства, деятельность которых приводит к повышенным показателям рентабельности за счет большей производительности на фоне соответствия всем современным нормам и требованиям стандартом экологической безопасности обычно составляют цель осуществления нового строительства.

Реконструкция обычно заключается в использовании современных технологий производственного процесса, использование которых стало возможно благодаря научно-техническому прогрессу. Реконструкция в российских корпорациях обычно связана с введением использования технологий, снижающих уровень энергопотребления, с введением новых

требований к качеству готовых товаров, которые производит корпорация и так далее. Осуществление строительства новых производственных объектов также может быть произведено в рамках реконструкции.

Требования к осуществлению технологических и производственных процессов постоянно повышаются как для российских, так и для западных организаций. Работы по приведению технологического процесса и используемых активов в соответствии с данными требованиями обычно проводятся в рамках модернизации производства.

В рамках же технического переоснащения своего комплекса корпорации осуществляют закупку нового производственного оборудования или конкретных его частей, а также приобретение целых комплексов технических систем с целью осуществления эффективного управления технологическим процессом. Разделить в корпорации четко процесс модернизации и технического переоснащения довольно сложно и не всегда представляется возможным.

Вложение денежных средств корпораций в рост оборотного капитала осуществляется в первую очередь для расширенного воспроизводства. Обычно потребность в росте оборотных средств возникает у компании уже после осуществления инвестиционного проекта, заключающегося в обновлении/увеличении основных производственных фондов. В связи с этим, вложение в рост оборотных активов является традиционным и логичным продолжением инвестиционной программы корпорации.

Инвестирование в нематериальные активы в первую очередь подразумевает инвестирование средств в инновационных сферах и может быть осуществлено в 2 различных формах:

- в форме покупки уже готовой научно-технической продукции, патентов на научные открытия, изобретения, товарных знаков и т. п.;
- в форме разработки данной научно-технической продукции сотрудниками корпорации самостоятельно.

При осуществлении реальных инвестиций традиционно составляются бизнес-планы, и инвестиции осуществляются в форме конкретных

инвестиционных проектов. Исключением из этого правила являются инвестиции в увеличение оборотного капитала, а также инвестиции, связанные с заменой отдельных единиц оборудования в корпорации или же даже отдельных его механизмов. Бизнес-план корпорации по осуществлению инвестиционного проекта является обычно многостраничным документом, описывающий суть и основные этапы инвестиционного проекта. Помимо этого, в бизнес-плане обязательно необходимо проработать вопросы снижения потенциальных инвестиционных рисков, а также вопросы поддержания требуемого уровня ликвидности объектов, в которые осуществляется инвестирование.

Как правило, у каждого инвестиционного проекта есть непосредственный его руководитель. В его задачи входит как первичная подготовка всей необходимой документации, так и контроль за реализуемостью данного проекта. К основным документам, которые должны быть разработаны для реализации инвестиционного проекта, можно отнести календарные планы осуществления работ и смету проекта в форме капитального бюджета.

Календарные планы осуществления работ обычно разрабатываются с определенным интервалом, выбор которого остается за непосредственным руководителем проекта, который выбирает шаг прогнозирования с учетом специфики каждого конкретного инвестиционного проекта [7]. Данный интервал может быть как дневной, так и годовой (а также соответственно, недельный, месячный, квартальный). В привязке к данным интервалам должны быть указаны объемы необходимых работ, которые должны быть произведены в рамках данного временного периода. Объем данных работ может исчисляться как в денежном, так и в натуральном выражении, при этом лучше вести прогнозирование в обеих системах исчисления, чтобы нивелировать изменение цен в процессе реализации инвестиционного проекта.

При этом выполнение календарного плана в денежном исчислении обычно ведется в форме капитального бюджета проекта. Выполнение бюджета проекта и его соответствие календарному плану осуществления работ является очень важным при реализации инвестиционного проекта. В капитальном бюджете

проекта все затраты, связанные с реализацией проекта разбиваются по основным его этапам, при этом указываются источники финансирования абсолютно всех затрат.

Капитальный бюджет проекта условно можно разделить на 2 части: капитальные затраты, которые осуществляются предприятием в рамках инвестиционного проекта, и поступление источников финансирования данного проекта. При этом первая затратная часть должна включать в себя первоначальную оценку средств, которые необходимо будет затратить, и определенный уровень резервных средств, которые могут потребоваться в связи с непредвиденными на момент составления бюджета расходами. Непредвиденные расходы могут быть связаны с появлением новых статей в бюджете, которые ранее не были включены в бюджет, а также с ростом закупочных цен на сырье, материалы и оборудование, которое необходимо в рамках инвестиционного проекта.

Раздел, связанный с поступлениями денежных средств, которые являются источниками финансирования инвестиционного проекта, должен включать в себя в разрезе времени поступления средств из различных источников. Обычно данными источниками выступают собственные средства инициатора проекта, вложения акционеров в форме приобретенных акций или долей в обществе, поступления от лизинговых услуг, или же поступления банковских кредитов.

В капитальном бюджете по проекту все притоки и оттоки необходимо синхронизировать по срокам с целью избежать разрывов ликвидности, которые могут привести к срыву реализации проекта.

Как было отмечено выше, в бизнес-плане должен быть проведен анализ основных рисков, которые присущи при реализации конкретного инвестиционного проекта и разработаны меры по минимизации данных рисков. Данный анализ должен быть проведен в привязке к календарному плану осуществления работ и капитальному бюджету проекта. Каждому инвестиционному риску должен быть присвоен уровень вероятности его реализации. Обычно тот или иной риск заключается либо в недополучении

дохода, или в появлении дополнительных затрат, что в конечном счете приводит к снижению прибыли по проекту. В отечественной и западной литературе введено понятие инвестиционных проектных рисков. Данное понятие включает в себя все виды рисков, которые присущи реализации инвестиционных проектов, поэтому данное понятие является более комплексным. При этом необходимо отметить, что на каждом этапе реализации инвестиционного проекта появляются новые риски, поэтому анализ рисков и постановка стратегии по их минимизации должен быть проведен в разрезе этапов инвестиционного проекта и сроков их реализации.

Каждый инвестиционный проект фактически является уникальным событием даже для корпораций, осуществляющих реализацию проектов на постоянной основе даже при условии их однотипности [91]. В связи с этим каждый проект должен быть рассмотрен на *stand-alone-basis*, то есть на его рассмотрение должно включать в себя индивидуальный подход, который заключается в учете всей возможной информации о рисках проекта. Риск инвестиционного проекта обычно прямо пропорционален сроку его реализации: чем дольше срок реализации, тем меньше определенности относительно результатов его реализации.

Руководителю и инвестору проекта всегда следует учитывать, что ряд рисков при реализации проекта не зависят от лиц, в нем участвующих, то есть являются объективными и связаны с текущим состоянием рынка. Однако существенная часть рисков определяется эффективностью деятельности самой корпорации, то есть являются субъективными. Следовательно, риски проекта зачастую связаны в целом с рисками деятельности данной корпорации. Уровень квалификации и образование основных руководителей и участников инвестиционного проекта наряду с достоверностью и полнотой всей информации, которую они смогли собрать о всех этапах реализации инвестиционного проекта, во многом определяют степень учета всех возможных рисков по проекту, и следовательно, определяют вероятность его успешной реализации.

К основным рискам, которые присущи деятельности отечественных компаний при реализации инвестиционных проектов:

- Риск неплатежеспособности. Данный риск в первую очередь обусловлен финансовым состоянием и добросовестностью контрагентов по реализации проекта. Неплатежеспособность контрагентов может привести к тому, что у корпорации, реализующей инвестиционный проект, могут возникнуть собственные разрывы в ликвидности. Данный риск является очень существенным и значимым, в первую очередь, в связи с тем, что большинство отечественных корпораций являются излишне закредитованными и имеют неудовлетворительную структуру баланса. Однако многие корпорации, несмотря на наличие собственных денежных ресурсов зачастую намеренно затягивают сроки осуществления расчетов, что является недобросовестным исполнением своих обязательств по договорам.

- Риск финансового обеспечения проекта или риск недофинансирования. Данный вид риска обусловлен либо отсутствием средств для полноценного завершения проекта, либо несвоевременным поступлением средств из источников его финансирования. Данный риск может возникнуть, в первую очередь, в связи с возрастанием капитальных затрат по проекту в связи с непредвиденными событиями, когда корпорация не может в короткие периоды времени изыскать соответствующее финансирование. Данный вид риска связан с инфляционным риском и риском неплатежеспособности [137].

- Риск финансовой неустойчивости корпорации. Данный вид риска может возникнуть при ситуации, когда потоки корпорации, осуществляющей проект, не сбалансированы по срокам и объемам. Другими словами, у корпорации отсутствуют в нужный момент нужная сумма средств на оплату поставщикам и субподрядчикам по проекту. Реализация данного вида риска (аналогично с риском неплатежеспособности) является основным фактором банкротства отечественных корпораций.

- Налоговый риск. Данный вид риска оказывает довольно существенное влияние как на принятие инвестиционных решений, так и на конкретную

реализацию инвестиционных проектов. Связано это с тем, что налоговая политика в России является довольно волатильной и часто изменяется. Касаются изменения всех параметров налогов – размер ставок налогообложения, порядок взимания налоговых платежей, возможность получения тех или иных льгот при осуществлении инвестиционных проектов в реальном секторе и прочее.

- Инфляционный риск. Данный вид риска связан с временной стоимостью денег. В условиях двузначных показателей инфляции обесценение денежных средств происходит быстрыми темпами, что приводит к росту стоимости сметы, то есть увеличению потребности в ресурсах для осуществления капитальных затрат. Данный риск присущ абсолютно всем отечественным компаниям. Однако, его известность и понятность всем участникам рынка делает данный вид риска самым простым в учете в части формирования дополнительных резервных фондов для реализации проекта.

- Процентный риск. Данный вид риска находится во взаимосвязи с предыдущим видом риска. Заключается он в том, что уровень процентных ставок в отечественной экономике также представлен двузначными числами, при этом процентные ставки также имеют тенденцию к постоянным изменениям, что тяжело предусмотреть при первичном анализе инвестиционного проекта. Данный вид риска зачастую связывают со слабым развитием отечественного финансового рынка.

- Маркетинговый риск. Данный вид риска затрагивает период эксплуатации объектов, созданных при реализации проекта. Заключается он в том, что руководители и участники проекта могут не в полной мере учесть все факторы, которые повлияют на формирование последующей доходной части проекта. Реализация данного риска влияет на показатели конечной эффективности реализации инвестиционного проекта и прибыль собственников корпорации, которую они получают. Маркетинговые риски также напрямую связаны со сроками реализации инвестиционного проекта. Чем длиннее срок его реализации, тем выше уровень маркетинговых рисков.

- Криминогенный риск. Данный риск связан с наличием противоправных действий со стороны других участников рынка относительно корпорации, реализующей данный проект. Реализация данного риска обусловлена недостаточной защитой частной собственности в России и обычно заключается в размывании долей инвесторов в уставном капитале корпораций в несколько раз, в рейдерских захватах, в незаконном выводе активов. Реализация данного вида риска связана с процессами «передела» собственности в Российской Федерации, которые периодически имеют то периоды особой активности, то периоды заметного спада.

Каждая корпорация при анализе инвестиционных проектных рисков должна разработать систему мер по минимизации выявленных рисков. При этом все меры можно разделить на внутренние и внешние. Внутренние меры, которые предпринимают корпорации в части минимизации рисков, подразумевают формирование специальных резервных фондов, средства которых могут быть использованы на покрытие непредвиденных расходов, а также разработку мероприятий, реализация которых должна снижать вероятность реализации выявленных рисков.

В качестве таким мероприятий корпорация может принять решение об использовании только собственных средств при реализации инвестиционного проекта, отказаться от приобретения активов, ликвидность которых находится на низком уровне, а также создать механизм переложения своих рисков на своих контрагентов, задействованных в реализации проекта.

Формирование резервных страховых фондов осуществляется корпорациями для покрытия своих непредвиденных расходов, появившихся в связи с негативными действиями контрагентов корпорации или ее персонала. При этом необходимо учитывать, что формирование данных фондов обуславливает иммобилизацию собственных финансовых ресурсов [72], что приводит к росту зависимости корпорации от внешнего заемного финансирования. Снижение собственного участия при реализации проекта на

фоне увеличения долговой нагрузки приводит к снижению независимости менеджмента проекта и корпорации.

В части внешних способов минимизации рисков по инвестиционным проектам корпорации используют услуги страховых компаний, а также запрашивают банковские гарантии со стороны своих контрагентов по проекту. Страхование обычно подлежат активы корпорации, которые задействованы при реализации инвестиционного проекта, ответственность корпорации и ее персонала перед третьими лицами; страхование персонала и работников, которые участвуют в реализации инвестиционного проекта. Механизм банковских гарантий, в первую очередь, ориентирован на защиту интересов акционеров и инвесторов корпорации в случае изменения условий инвестирования [79].

В текущих российских условиях основными инструментами финансового рынка, которые используют корпорации для финансирования своей деятельности являются:

- инвестиционные банковские кредиты,
- проектное финансирование,
- операционный и финансовый лизинг,
- выпуск облигаций,
- выпуск акций.

Далее будут представлены текущие проблемы при использовании инструментов финансового рынка и способы их решения.

Инвестиционные банковские кредиты.

Долгосрочные кредиты не в форме проектного финансирования предоставляются только при условии, что текущий и прогнозируемый операционный поток компании покрывает будущие затраты компании на погашение тела основного долга и процентов по нему. Таким образом, кредитор принимает риск на текущий бизнес заемщика и оценивает преимущественно текущее его финансовое состояние и экономическую целесообразность проекта,

чтобы его реализация не привела к ухудшению платежеспособности предприятия.

Основными вызовами для реализации данного инструмента являются:

- 1) нехватка текущего операционного денежного потока для покрытия затрат по обслуживанию кредита в дальнейшем.

Способы нивелирования:

Корпорациям для реализации инвестиционных проектов необходимо показать кредиторам наличие достаточного текущего операционного потока, однако большинство корпораций использует механизмы оптимизации налогообложения путем завышения себестоимости, осуществляя закупки через технические компании. Корпорациям необходимо показывать реальные уровни рентабельности при этом использовать другие механизмы снижения налогообложения путем получения всевозможных льгот, участия в различных целевых программах, качественной подготовки документации для возмещения НДС. Государству необходимо более детально проработать вопросы предоставления налоговых каникул для организаций, находящихся в инвестиционной стадии, продолжить политику деофшоризации экономики.

- 2) отсутствие собственных средств для первичного вложения, так как кредиторы готовы входить в проект при минимальном 20-25% собственном участии.

Способы нивелирования:

Корпорациям необходимо формировать инвестиционные фонды накопления. Большинство организаций и населения в российской действительности живут сегодняшним днем, не формируя резерв для осуществления инвестиций. Однако грамотное распоряжение текущими доходами позволит организации накопить достаточный капитал для начала реализации проекта. Когда проект находится не на нулевой стадии,

кредиторы будут готовы предоставлять финансирование на более льготных условиях.

3) высокие ставки кредитования.

Способы нивелирования:

Государственная поддержка инвестиционных проектов в форме субсидирования процентных ставок для инвестиционных проектов в системно значимых отраслях экономики. Возмещение затрат также может быть осуществлено путем предоставления дополнительных налоговых льгот.

Проектное финансирование.

В российских условиях проектное финансирование является востребованным инструментом, однако его предложение на рынке практически стремится к нулю. Этот дисбаланс приводит к тому, что стоимость данного инструмента непомерно завышена. Чтобы проект был эффективен и окупался при текущем уровне процентных ставок, целью реализации проекта должно стать производство высокодоходного продукта. Однако само производство в России, в отличие от торговли, не имеет такой рентабельности. Это вызвано достаточно суровыми климатическими условиями, которые приводят к быстрому изнашиванию основных производственных фондов, большими затратами на транспорт и обеспечение инфраструктуры производства. С текущим уровнем рисков российской экономики и высокими рыночными ставками проектное финансирование не может получить развитие без поддержки государства. Основные проекты финансируются через Внешэкономбанк, однако привлечение финансирования в государственных учреждениях обуславливает чрезмерный объем бюрократической волокиты, что затягивает реализацию проектов, а также зачастую делает их невозможными. Высокая ставка по финансированию со стороны коммерческих банковских структур может быть компенсирована только со стороны государства путем субсидирования процентной ставки, а также путем предоставления банкам прямого дешевого фондирования для реализации конкретной сделки.

Лизинговые продукты.

Начиная с 2015 года, лизинговые компании в России стали испытывать колоссальные трудности, что было вызвано тем, что большинство лизинговых компаний финансирует свою деятельность за счет банковских кредитов, которые стали менее доступны и более дорогими. В связи с этим упал как спрос на продукцию лизинговых компаний, так и их предложение своих услуг из-за невозможности привлечь финансирование для закупки лизингового имущества. Лизинговые компании, как посредник при распределении финансовых ресурсов в российской экономике не являются её необходимым звеном. Привлекая ресурсы на банковском рынке, они предлагают свои инструменты по более высоким ставкам корпорациям реального сектора, для которых привлечение лизинга, а не банковских кредитов зачастую более выгодно из-за налоговых льгот. Тот факт, что лизинг отошел на второй или даже третий план является нормальным следствием кризисной ситуации, когда посредников в экономике становится меньше. При стабилизации экономической ситуации в стране лизинговые услуги станут более востребованными, и их предложение восстановится. При этом, по мнению автора, государственная поддержка лизинговой отрасли нецелесообразна.

Выпуск акций и облигаций.

Опираясь на опыт стран, совершивших качественный и быстрый скачок в экономике в течение 20 века (Япония, Сингапур, Южная Корея) несомненным остается факт, что роль фондового рынка, как механизма финансирования реального сектора экономики не может быть переоценена. В настоящий момент фондовый рынок России не обеспечивает ту потребность в финансировании, которую должен, так как основным источником инвестиций в стране остается банковское кредитование. Фондовый рынок России получил качественное развитие в начале 2000-х, капитализация российского рынка росла, организации рассматривали фондовый рынок как потенциальный источник финансирования. К настоящему моменту фондовый рынок так и не приобрел статуса главного или

хотя бы значимого механизма перераспределения финансовых ресурсов в экономике по следующим причинам:

1) Высокая доля спекулятивных операций.

Решение: ужесточение наказания за манипулирование рынком и использование инсайдерской информации. Опыт США показывает, что даже серьезные уголовные сроки не останавливают некоторых участников рынка от нечестной игры, при этом в России при отсутствии серьезных наказаний незаконные операции для крупных игроков рынка являются стандартной практикой. Это также касается и рынка торговли иностранной валютой, но это не входит в исследуемую тематику данной работы. Только при жестком регулировании и реальном наказании недобросовестных игроков рынка, фондовый рынок может ощутить приток новых инвесторов.

2) Отсутствие участия населения в инвестировании на фондовом рынке.

Решение: государству необходимо увеличивать уровень осведомленности граждан об инструментах финансового рынка. На фондовом рынке США именно граждане владеют существенными пакетами ценных бумаг. В России средства населения хранятся преимущественно на банковских депозитах. Данные средства при направлении их на фондовый рынок могут существенно «утолить» инвестиционный голод страны. При этом государство может предусмотреть льготы по налогу на доходы физических лиц для граждан, приобретающих ценные бумаги на фондовом рынке. Это позволило бы увеличить долю инвестиционных сбережений граждан на фоне перераспределения средств в реальный сектор экономики.

3) Низкий уровень финансовой прозрачности корпораций, а также низкий уровень работы с миноритарными держателями бумаг.

Решение: ужесточение требований к раскрытию информации для публичных обществ.

Таким образом, у отечественной экономики есть колоссальный потенциал развития за счет построения более эффективного взаимодействия между финансовым и реальным сектором экономики. Однако улучшение данного

взаимодействия во много зависит от мер государства, которые оно для этого предпримет в дальнейшем.

Необходимо определиться с понятием инструмента финансового рынка. В отечественной и мировой практике присутствует множество различных определений.

Профессор А. И. Бородин определяет финансовые инструменты, как документально оформленные в соответствии с действующим законодательством денежные обязательства экономических субъектов, к которым можно отнести:

- векселя,
- долговые расписки,
- облигации,
- акции,
- страховые полисы,
- кредитные карточки,
- чеки,
- закладные,
- сертификаты,
- разнообразные свидетельства, дающие право на получение денежного дохода и прочее.

Аудиторская компания PWC дает следующее определение финансового инструмента:

Финансовые инструменты - это договоры, в результате которых возникают финансовые активы у одной компании и финансовые обязательства или долевыми инструментами у другой компании.

Данное определение также закреплено в Международном стандарте финансовой отчетности (IAS) 32 – «Финансовые инструменты: предоставление информации».

Другие определения инструментов финансового рынка:

- финансовые инструменты - разнообразные обращающиеся финансовые документы, имеющие денежную стоимость, с помощью которых осуществляются операции на финансовом рынке.
- финансовые инструменты - различные финансовые активы, обращающиеся на рынке, которые являются законными требованиями владельцев этих активов на получение дохода в будущем и с помощью которых реализуются операции на финансовом рынке

Темой данного исследования стали именно те инструменты финансового рынка, которые могут выступать источниками финансирования развития реального сектора экономики. Определение, которое дано в IAS 32 слишком обширно. По данному определению к инструментам финансового рынка можно отнести и средства платежа: чеки, аккредитивы и прочее. По мнению автора, средства платежа необходимо отнести к инструментам денежного рынка. Если же рассматривать категорию финансов, как систему взаимоотношений по поводу формирования и перераспределения фондов, то и к инструментам финансового рынка необходимо отнести те конкретные инструменты, которые позволяют корпорациям получить дополнительный источник для финансирования своей деятельности.

В связи с этим, по мнению автора, определение инструмента финансового рынка необходимо детализировать. Таким образом, к инструментам финансового рынка можно отнести все договоры, в результате которых возникают финансовые активы у одной корпорации и финансовые обязательства или долевыe инструменты у другой корпорации, при этом корпорация, использующая данный финансовый инструмент, получает финансирование, которое может использовать для развития своей деятельности.

Согласно данному определению к инструментам финансового рынка будут относиться только потенциальные источники финансирования деятельности корпораций, которые могут выступить драйверами роста отечественной экономики.

Для осуществления как операционной, так и инвестиционной деятельности, необходимо обладать источниками финансирования соответствующих затрат.

Ресурсами для осуществления инвестиционной деятельности могут выступать любые финансовые активы, которые можно привлечь с целью вложения их в инвестиционные объекты [77]. Источники для данных ресурсов могут быть довольно многообразны в условиях рыночной экономики, что порождает необходимость проведения классификации данных источников и определения их содержания.

В экономической теории обычно источники инвестирования разделяют на внутренние и внешние.

Внутренние источники включают в себя национальные источники, которые включают в себя средства организаций, сбережения населения, ресурсы финансового рынка, а также бюджетные инвестиционные ассигнования.

Внешние источники включают в себя иностранные инвестиции, а также иностранные кредиты и займы.

Данное разделение по источникам финансирования инвестиционной деятельности отражает их классификацию на уровне национальной экономики, и не может применяться на микроуровне [71].

С точки зрения корпорации средства страховых компаний, бюджетные инвестиции, средства кредитных организаций, негосударственных пенсионных и инвестиционных фондов, а также других институциональных инвесторов являются внешними источниками, а не внутренними. Также внешними источниками являются сбережения населения, которые обычно привлекаются на инвестиционные цели с помощью открытого размещения акций, продажи облигаций и прочих ценных бумаг. Также средства населения опосредовано могут идти на инвестиционные цели через банковские кредиты.

Немаловажную роль для классификации источников осуществления инвестиций играет и специфика организационно-правовой формы, в которой образована та или иная компания. Например, личные средства акционеров компании могут служить внутренним источником для компаний с частной или коллективной собственностью. Если же компания учреждена совместно с иностранными акционерами, то инвестиции таких акционеров могут также рассматриваться как внутренний источник.

Подводя итог вышесказанному, можно отметить что в зависимости от уровня рассмотрения (микро- или макроуровень), источники финансирования инвестиций можно разделить на внешние и внутренние.

При рассмотрении данной классификации на уровне макроэкономики бюджетное финансирование от государства, средства сбережений граждан, а также фонды накопления различных организаций, включая банки, страховые и инвестиционные компании, можно отнести к внутренним источникам. Лишь иностранные кредиты, займы и инвестиции в таком случае будут рассматриваться как внешние источники.

С точки зрения микроэкономического подхода инвестиции акционеров, прибыль и амортизация будут являться внутренними инвестиционными источниками. Кредиты, в том числе и инвестиционные, средства от размещения ценных бумаг, а также государственное финансирование будут образовывать внешние источники.

Также с точки зрения микроэкономического подхода все источники финансирования инвестиционной деятельности можно разделить на 3 вида: собственные, привлеченные и заемные [71]. Проводя параллель с предыдущей классификацией, внутренними источниками будут являться собственные средства компании, внешними - заемные и привлеченные [83].

Особое место в исследованиях многих экономистов принадлежит вопросу об оптимальном соотношении между собственными и заемными средствами в корпорации. Очевидно, что идеального значения данного показателя быть не может, в виду различий между организациями на национальном, отраслевом и

других уровнях. Однако, зачастую, источники финансирования инвестиционной деятельности находятся в зависимости от той фазы делового цикла, в которой находится корпорация: доля внутренних источников растет в периоды экономического спада, что вызвано сокращением предложения денег, сокращением масштабов инвестирования и удорожанием кредита и наоборот снижается в периоды оживления и подъема деятельности компании, когда инвестиционная активность находится на подъеме.

Рассмотрим отдельные виды источников финансирования деятельности корпораций.

1. Собственные средства. Они выражены в стоимости средств корпорации, которые принадлежат ему на правах собственности и обеспечивают его инвестиционную деятельность. Данный вид средств включает в себя: уставный капитал, прибыль, амортизационные отчисления, специальные фонды, сформированные за счет прибыли, возмещение потерь страховыми компаниями, безвозмездно переданные средства для целевого инвестирования. Собственные средства корпорации также подразделяются на внутренние (прибыль, амортизация) и внешние (дополнительное размещение акций).

- Уставный капитал – это сумма средств, предоставленных собственником для обеспечения уставной деятельности организации. Его содержание зависит от организационно-правовой формы организации. Для акционерного общества это совокупная номинальная стоимость акций всех типов. Уставный капитал выступает единственным источником финансирования на момент создания коммерческой организации. Уставный капитал формируется при первоначальном инвестировании средств. Его величина объявляется при регистрации организации, а любые корректировки размера уставного капитала допускаются в соответствии с действующим законодательством и учредительными документами.

- Добавочный капитал - прирост стоимости внеоборотных активов в результате переоценки основных фондов и других материальных ценностей со сроком полезного использования свыше 12 месяцев. Он также может включать сумму превышения фактической цены размещения акций над номинальной их стоимостью. Переоценке подлежат все виды основных средств. Периодическая переоценка проводится для приведения балансовой стоимости основных средств к современным/текущим ценам воспроизводства. Это позволяет создать благоприятные экономические условия и стимулы для обновления основных фондов.
- Резервный капитал может создаваться в организации либо в обязательном порядке, либо в том случае, если это предусмотрено в учредительных документах. Формирование резервного фонда осуществляется путем обязательных ежегодных отчислений от прибыли до достижения установленного размера. Их можно использовать по решению собрания акционеров на покрытие убытков организации, на погашение облигаций или выкуп собственных акций в случае отсутствия других средств. На другие цели резервный капитал не может быть использован.
- Чистая прибыль — форма чистого дохода организации, выражающая форму стоимости прибавочного продукта. Расчет дохода от реализации продукции, работ, услуг производится на основе данных об ассортименте товара, объеме его реализации на внутреннем и внешнем рынках и о цене каждого его вида. Валовой доход образуется из поступлений за весь реализуемый товар (услуги). Из него вычитаются НДС и другие налоги, взимаемые с выручки. При этом сумма НДС уменьшается на сумму средств, уплаченных за материалы, сырье, топливо и другие виды материальных ценностей. На основе чистого суммарного дохода определяется доход на единицу продукции. Расчет прибыли

осуществляется на основе чистого дохода от продажи за вычетом производственных издержек. Полученная положительная разница означает валовую прибыль, а отрицательная — убытки. После вычитания налога на прибыль остается чистая прибыль, из которой выплачиваются дивиденды по привилегированным и обыкновенным акциям. Оставшаяся нераспределенная прибыль аккумулируется по годам и используется для финансирования инвестиционной программы. Прибыль — основной источник средств развития организации.

- Амортизационные отчисления представляют собой денежное выражение износа основных фондов. Они включаются в себестоимость продукции в составе выручки от ее реализации, становясь внутренним источником простого и расширенного воспроизводства основных фондов. В развитых странах амортизационные отчисления покрывают до 70-80% потребности корпораций в инвестициях. Величина амортизационных отчислений зависит от объективной оценки стоимости основных производственных фондов, способа начисления амортизации, темпов научно-технического прогресса. По сути, амортизация — это часть выручки от реализации продукции, освобожденная от налога на прибыль. Она является источником для простого воспроизводства капитализированных активов корпорации.

Тем самым преимущества использования собственных средств заключаются в простоте их привлечения, отсутствии ссудного процента и в обеспечении финансовой устойчивости деятельности корпорации. Однако, у данного вида источника финансирования инвестиции имеют и недостатки: ограниченность финансовых возможностей расширения деятельности при благоприятной конъюнктуре и высокая стоимость собственного капитала.

2. Заемные средства.

Под заемными средствами понимаются денежные ресурсы, подлежащие возврату с уплатой процента и полученные на определенный срок. Заемные источники состоят из: средств, полученных в форме кредитов банков, различных финансово-кредитных институтов и государства, а также средств, полученных от выпуска корпоративных облигаций и других долговых обязательств.

Использование заемного капитала для финансирования деятельности корпорации экономически выгодно, так как плата за использование кредитов в среднем ниже, чем за акционерный капитал. То есть в нормальных условиях заемный капитал является более дешевым источником в сравнении с собственным капиталом. Привлечение данного источника позволяет финансовым менеджерам значительно увеличивать объем контролируемых финансовых ресурсов и таким образом расширить инвестиционные возможности корпорации.

У использования заемного капитала для финансирования инвестиционной деятельности есть свои преимущества:

- Большой рынок для привлечения, то есть относительная легкость его получения, особенно если компания способна предложить имущество для залога, привлечь поручителя или просто обладает хорошими финансовыми показателями, что приводит к высокому ее рейтингу;
- Заемный капитал способен существенно увеличить потенциал (в частности и финансовый) корпорации, если компания наращивает объемы своей основной хозяйственной деятельности и нуждается в существенном росте активов;
- Заемный капитал является более дешевым источником финансирования по сравнению с собственным, немаловажную роль при этом играет эффект налогового щита [39].

К недостаткам финансирования за счет заемного капитала можно отнести следующее:

- использование заемного капитала может привести к повышению финансовой зависимости, т.е. к снижению финансовой устойчивости;
- стоимость заемных средств находится в существенной зависимости от текущего состояния финансового рынка;

- сложность процедуры привлечения, так как кредиторы в ряде случаев требуют соответствующих сторонних гарантий или залога.

Любое лицо (корпорация или гражданин), которое предоставляет корпорации заемными финансовыми ресурсами, становится кредитором данной корпорации. Предоставление заемного финансирования другой корпорации всегда сопряжено с определенным уровнем риска, как для кредитора, так и для корпорации-заемщика. К способам минимизации данных рисков можно отнести:

- требования залога в качестве обеспечения обязательств должника;
- введение ограничения на совокупную долговую нагрузку должника;
- установление финансовых ковенантов для должника, в том числе в части коэффициентов финансовой независимости;
- установление в кредитном договоре или договоре займа обязательств должника предоставлять кредитору информацию о текущем состоянии финансово-хозяйственной деятельности должника. Данные обязательства могут включать в себя требование предоставлять финансовую отчетность на постоянной основе с обязанностью предоставления всех требуемых расшифровок и пояснений, или требование о введении частичного корпоративного контроля за деятельностью должника.

В случае банкротства или ликвидации корпорации, ее кредиторы будут стоять в более высокой степени кредиторов по сравнению с собственниками в части выплаты суммы основного долга и процентов.

Основными формами заемного финансирования являются:

- банковские кредиты (краткосрочные и долгосрочные);
- эмитированные облигации;
- финансовая аренда (лизинг);
- факторинг;
- опционы;
- кредиторская задолженность.

Банковские кредиты.

Когда корпорация привлекает финансирование в форме банковского кредита, она берет на себя дополнительное бремя в связи с необходимостью уплачивать проценты помимо тела долга. Однако корпорация также имеет право на снижение налогооблагаемой базы на сумму начисленных процентов, что называется эффектом налогового щита.

Банковские кредиты условно делятся на два основных вида:

Финансирование за счет заемных средств подразделяется на два вида:

- краткосрочные кредиты;
- долгосрочные кредиты.

Краткосрочные банковские кредиты привлекаются корпорациями для покрытия разрывов в ликвидности и финансирования оборотного капитала [92]. Целевым использованием краткосрочных кредитов обычно являются финансирование затрат, связанных с закупкой сырья, материалов и других товарно-материальных ценностей, затрат, связанных с проведением сезонно-полевых работ и так далее.

В случае, если корпорация осуществляет авансирование своих поставщиков в счет будущих поставок товаров и услуг, данная операция трактуется как беспроцентный кредит своему контрагенту. В западной экономике малое количество корпораций использует авансирование своих поставщиков, так как одним из основных постулатов в проведении расчетов является рассрочка платежа, то есть коммерческий кредит со стороны поставщика, а не наоборот. Также в развитых западных странах получила развитие система скидок с цены продукции, которая получила название спонтанное финансирование.

Краткосрочные банковские кредиты предоставляются корпорациям банками по залог имущества корпораций-заемщиков. В случае банкротства данных корпораций, банк имеет право осуществить погашение своих обязательств за счет продажи данного имущества.

Долгосрочные банковские кредиты предоставляются банками на проведение инвестиционной программы, связанной с обновлением основных производственных фондов, а также на покупку нематериальных активов.

Тот факт, что не все корпорации используют инструменты фондового рынка (в первую очередь, облигации) для финансирования своих инвестиционных программ, доказывает наличие широкого ряда преимуществ у долгосрочного банковского кредитования:

- отсутствию дополнительных затрат, связанные с печатью бланков ценных бумаг или их учет на специализированных электронных устройствах, а также расходы на проведение рекламы, роуд-шоу и размещение;
- сведения о наличии отношений между банком и кредитором не являются публичными, в связи с чем эту информацию не могут использовать конкуренты корпорации-заемщика;
- условия кредитного договора являются уникальными и определяются в каждом случае отдельно для каждого заемщика;
- время на организацию сделки с момента инициирования сделки до момента получения денежных средств существенно короче в случае банковского кредитования по сравнению с выпуском корпоративных облигаций;
- со стороны банков установлено меньше формальных требований к заемщикам, чем со стороны фондового рынка для акционерных обществ. Бланковые облигации, то есть облигации без обеспечения имуществом заемщика, могут быть выпущены не ранее, чем через 3 года существования данной корпорации [141]. При этом по итогам последних 2 лет данный заемщик должен иметь сданные в налоговую инспекцию и утвержденную бухгалтерскую отчетность.

Для отечественных предприятий основным внешним источником финансирования традиционно являются долгосрочные банковские кредиты.

Условия, на которых отечественные банки предоставляют финансирование, абсолютно различны. В банках с иностранным капиталом традиционно устанавливаются плавающие процентные ставки в привязке к LIBOR + установленная в процентном соотношении маржа банка. Однако российская корпорация, претендующая на получение кредита в банке с иностранным капиталом, должна иметь устойчивое финансовое положение, подтвержденное специалистами банка, иметь высокое качество корпоративного управления, а также зачастую иметь финансовую отчетность, подготовленную в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности. Аудит данной отчетности должен быть проведен одной из крупнейших международных аудиторских фирм (KPMG, PWC, EY, Deloitte).

При принятии решения о предоставлении корпорации финансирования одним из основополагающих факторов для банка является наличие твердого залога, поручительство собственников бизнеса или наличие гарантий со стороны других участников рынка, репутация и финансовая устойчивость которых не вызывает сомнения. При принятии решения о привлечении заемного банковского финансирования корпорации должны учитывать, что только государственные российские банки и банки с иностранным капиталом в настоящий момент могут предложить наилучшие ставки кредитования. В других банках стоимость ресурсов будет существенно выше и малопривлекательна для действующих корпораций, при этом сроки кредитования не превысят в данных банках 3-5 лет.

Подводя итог вышеописанному, можно отметить, что в случае приемлемости выдвинутых банком условий для корпорации (это касается как ценовых параметров сделки, так и ряда ковенантов и требований, накладывающих дополнительные обязательства на корпорацию-заемщика) банковское кредитование может является эффективным инструментом развития своей деятельности. При этом долгосрочное финансирование нельзя осуществлять только за счет банковского кредитования. Корпорации следует использовать комбинирование акционерного и заемного капитала.

Отдельным видом банковского кредитования является проектное финансирование. Заключается проектное финансирование в том, что корпорация привлекает банковское финансирование преимущественно под будущие потоки корпорации от реализации того или иного проекта [144]. Кредитор заведомо поставлен в условия того, что текущих доходов корпорации не хватит для погашения запрошенного кредита в случае неудачной реализации проекта. При этом первичная обеспеченность сделки залогом недвижимости и товарно-материальных ценностей также находится на низком уровне.

Проектное финансирование в настоящий момент только формируется как финансовый инструмент в России и является разновидностью банковского кредитования. Безусловно, в условиях изношенности основных производственных фондов и необходимости модернизации производств данный вид финансирования будет востребован со стороны корпораций реального сектора, что должно создать встречное предложение со стороны банков. У проектного финансирования есть ряд особенностей.

Объектом, в который инвесторы и кредиторы вкладывают свои средства, является именно сам инвестиционный проект, а не повседневная деятельность корпорации. Зачастую проектное финансирование предоставляется компаниям, которые специально созданы для реализации данного проекта (SPV – special purpose vehicle).

Погашение инвестиционного кредита в случае проектного финансирования будет производиться только из прибыли корпорации от реализации инвестиционного проекта. Доходы корпорации от ее основной хозяйственной деятельности не принимаются к учету в данном случае. Формы финансирования и конкретные инструменты при проектном финансировании различны и многообразны, при этом часто применяются их комбинации. Основные инструменты, которые могут быть задействованы: банковский кредит, лизинг (финансовый или операционный), выкуп банком доли в уставном капитале корпорации, создание новой специализированной компании, доли в которой

распределяются между участниками проекта, выпуск корпоративных облигаций на покрытие части расходов по инвестиционному проекту.

При оценке кредитных рисков по проектному финансированию банки-кредиторы в первую очередь ориентируются на будущий денежный поток корпорации от реализации инвестиционного проекта [27]. При этом есть следующие способы минимизации рисков для кредиторов:

- оформление залога прав требования выручки корпорации в пользу ее кредиторов;
- оформление договора на участие в управлении ходом реализации проекта;
- оформление в залог кредитору долей в уставных капиталах основных участников сделки;
- предоставление кредиторам заранее заключенных договоров на поставку сырья для производства продукции после завершения инвестиционной фазы;
- предоставление кредиторам заранее заключенных договоров на реализацию продукции после завершения инвестиционной фазы проекта;
- заключение договоров на техническую поддержку со специализированными компаниями, а также на проведение периодического ремонта в случае необходимости;
- предоставление гарантий со стороны страховых организаций (например, страхование ответственности застройщика);
- заключение концессионных договоров;
- получение со стороны государства льгот по инвестиционному кредитованию в части налогов или импортных пошлин;
- использование механизмов минимизации рисков финансовых убытков из-за колебаний курсов иностранных валют (фьючерсы, опционы).

Для минимизации рисков недофинансирования проекта можно прибегать к использованию следующих гарантий:

- юридические гарантии;

- формирование страховых и резервных фондов;
- предварительное оформление депозитов или векселей банка (обычно банки прибегают к оформлению депозитов на сумму процентов, которые должна будет уплатить корпорация в течение первых 6 месяцев кредитования);
- банковские гарантии, а также предоставление поручительств со стороны других связанных компаний;
- кредиты, полученные в рамках программ поддержки;
- заключение контракты с фиксированной ценой поставки для минимизации рисков увеличения затратай части проекта;
- использование специальных систем расчетов (аккредитивы);
- наложение обязательств на собственников корпорации произвести дополнительные взносы в капитал компании при недостатке финансирования;
- применение услуг страховых компаний (страхование ответственности застройщика, проектировщика, страхование грузов в пути, хеджирование).

Необходимо отметить, что проектное финансирование имеет колоссальные перспективы по развитию в дальнейшем. Только с использованием данного инструмента возможно развитие производственного потенциала страны и ее внутренней инфраструктуры.

При организации проектного финансирования в сделке участвует большое количество лиц, при этом роль банка не всегда однозначно закреплена как кредитора проекта [133]. Банк может также выступить в качестве независимого финансового консультанта или же как соинвестор проекта.

В современных условиях дефицита инвестиционных средств в экономике проектное финансирование является практически неиспользуемым инструментом финансового рынка. Кредитование в данной форме готовы предоставлять только несколько банков. При этом зачастую в банках отсутствуют специалисты, которые могут квалифицированно оценить риски по предполагаемому к финансированию проекту, а также оценить вероятность его успешной реализации. Это стало следствием жесткого разделения специалистов

финансовой сферы на специалистов реального сектора и специалистов финансового сектора. Собственники и руководители корпораций не хотят привлекать к работе сотрудников банков и других финансовых учреждений, как и наоборот, так как каждый сектор имеет свои особенности и руководство не хочет заниматься перестроением направленности мышления своего персонала, так как в российской экономике «рынок работодателя», то всегда есть возможность найти квалифицированного человека из аналогичной сферы. В условиях инвестиционного голода в экономике предприятиям реального сектора экономики и финансовым институтам необходимо обмениваться опытом, знаниями и кадрами для того, чтобы корпорации могли понимать риски и опасения инвесторов, а сами инвесторы лучше бы разбирались в предлагаемых им для финансирования проектах.

Инструменты краткосрочного финансирования привлекаются корпорациями для покрытия разрывов в своей ликвидности с целью формирования оборотных средств. Структура и размер оборотных средств изменяются в зависимости отрасли, в которой функционирует корпорация, при этом сами оборотные активы могут быть подвержены различным сезонным и циклическим колебаниям, они также зависят от эффективности управления портфелем продукции и выбранной стратегии управления оборотными средствами.

Гибкость корпорации находится в прямой зависимости от длительности срока, в течение которого корпорация сможет увеличить действующие лимиты кредитования в банках. Наибольшая гибкость у корпорации достигается при наличии свободных лимитов по возобновляемым кредитным линиям в обслуживающих банках, так как это позволяет компании в сжатые сроки увеличить объем кредитования. При других формах краткосрочного финансирования фирма менее свободна. И, наконец, на выбор вида финансирования влияет степень обремененности активов фирмы долгами. При обеспеченных ссудах кредиторы получают в залог активы фирмы. Необходимость предоставлять залог сдерживает корпорацию при будущем привлечении

кредитных ресурсов. Хотя при факторинге продажа активов действительно имеет место, принцип здесь аналогичен. В данном случае корпорация продает один из самых ликвидных своих активов, таким образом, снижая свою кредитоспособность, с точки зрения потенциальных кредиторов.

Все перечисленные факторы влияют на корпорацию при определении наилучшей комбинации инструментов краткосрочного финансирования. Так как затраты, скорее всего, — ключевой фактор, разницу в других факторах необходимо сопоставить с разницей в издержках. То, что является наименее затратным инструментом финансирования в отношении внешних затрат, может не оказаться таковым с точки зрения гибкости, возраста и степени обремененности долгами имущества корпорации. Хотя более правильно характеризовать инструменты краткосрочного финансирования при помощи данных о внешних и внутренних затратах, последние являются довольно сложными для проведения расчетов. Более практичный способ заключается в рассмотрении инструментов по данным о внешних издержках на них, а затем нужно рассмотреть прочие факторы, чтобы принять решение, изменяют ли они положение корпорации в смысле общей предпочтительности. В связи с тем, что финансовые потребности корпорации меняются со течением времени, многочисленные инструменты краткосрочного финансирования необходимо использовать на долгосрочной основе.

Краткосрочное банковское кредитование обычно довольно дорого стоит, однако к его преимуществам можно отнести гибкость и возможность пролонгации своих обязательств при необходимости.

Корпорация может сделать заявку на краткосрочный кредит в коммерческий банк или прочий финансовый институт. Обеспеченная ссуда - это такой кредит, который предоставляется под залог материальных ценностей, право собственности на которые переходят кредитору в случае банкротства корпорации. Например, залогом могут являться собственные активы корпорации. Есть несколько различных форм такого обеспечения: права требования выручки со стороны дебиторов, ТМЦ или товарно-материальные запасы, прочие активы. Кредит под права требования выручки подразумевает, что в качестве обеспечения

привлекается задолженность корпорации со стороны его клиентов по отгруженной продукции или выполненным работам. Дебиторская задолженность корпорации может быть продана другой корпорации. Данная процедура называется факторингом [69]. Когда корпорация берет кредит под залог ТМЦ или товарно-материальных запасов, банк принимает от нее расписку (обычно в форме договора залога товаров в обороте) о том, что если корпорация не уплатит в срок кредит, то ее запасы перейдут в собственность кредитору. Краткосрочные кредиты также выдаются под обеспечение любого ликвидного актива, например, автомобилей и прочего оборудования. Необеспеченный кредит предоставляется без какого-либо обеспечения или залога. В данном случае банк полагается на прибыльность корпорации или ее деловую репутацию. В качестве гарантий возврата кредита кредитор требует, чтобы корпорация-заемщик держала определенную сумму денежных средств на банковский счетах в данном кредитном учреждении. Другой формой потенциально необеспеченной ссуды может быть "кредитная линия", которая представляет собой максимальный размер денежных средств, который банк-кредитор согласен предоставить корпорации в течение определенного периода времени.

Облигации.

Облигация - ценная бумага, удостоверяющая отношения займа между ее владельцем (держателем, кредитором, инвестором) и лицом, эмитировавшим данную ценную бумагу (должник, эмитент). Держатели облигаций получают доход, выплачиваемый ежегодно в форме фиксированного процента или купона (дивиденда). Срок действия облигации, порядок и величина выплаты дохода и выкупа облигаций определяются в момент выпуска облигационного займа. Покупка облигации не дает держателю облигации право собственности, но гарантирует преимущественное право по сравнению с инвесторами акционерами на распределяемую прибыль и на активы корпорации при ее ликвидации. Облигации можно разделить по видам на: под залог и без залога недвижимого имущества, долгосрочные и краткосрочные. Краткосрочные облигации эмитируются с дисконтом или наоборот с премией. Облигации с дисконтом - это

такие облигации, по которым не начисляется процент и которые оцениваются на момент выпуска с дисконтом от цены погашения. По облигациям с премией не выплачивается купонный доход, но такие облигации продаются по номинальной стоимости, а погашение происходит по номиналу плюс определенная премия. Целесообразность выпуска тех или иных облигаций определяется в первую очередь величиной спроса на них на фондовом рынке и расходами на организацию выпуска. Цена облигации с момента ее эмиссии и в течение всего срока действия постоянно колеблется. Цена устанавливается на таком уровне, на котором одна сторона сделки согласна приобрести облигацию, а другая - реализовать. Рыночная цена, в первую очередь, определяется доходностью облигации. Доходность облигации рассчитывается как отношение выплачиваемых по ней купонных доходов к рыночной цене облигации. Можно выделить несколько ключевых факторов, которые определяют соотношение спроса и предложения на фондовом рынке облигаций и, следовательно, динамику ее рыночной цены:

- увеличение рыночных процентных ставок приводит к снижению цены уже эмитированных облигаций, и, наоборот, чем ближе срок погашения облигаций, тем при аналогичных условиях выше их рыночная цена;
- снижение материального положения заемщика и связанные с ним опасения относительно перспектив погашения облигаций могут привести к снижению цен на облигации данной корпорации. Эмиссия облигаций с точки зрения корпорации-эмитента имеет целый ряд преимуществ. Во-первых, продажа облигаций не связана с введением стороннего контроля над корпорацией, так как держатели облигаций не имеют право голоса. Во-вторых, эмиссия облигаций является более дешевым способом привлечения финансирования, чем выпуск долевых ценных бумаг - акций, потому что выплаты купонов продолжаются лишь ограниченное число лет, а также вследствие более низкого уровня процента по сравнению с дивидендами по

акциям в связи с его более высокой гарантированностью. Именно в высокой стабильности и заключается основное преимущество облигаций для их держателей.

Вместе с тем эмиссия облигаций связана с некоторыми недостатками для корпорации: неуплата купонных доходов может привести к объявлению корпорации банкротом, а увеличение выпуска облигаций, как и любых других обязательств, - к переходу права собственности на корпорацию кредитору в лице держателя облигаций.

Привлечение финансовых ресурсов посредством эмиссии облигаций на фондовом рынке, безусловно, привлекательный способ финансирования деятельности корпорации. Особенно с точки зрения владельцев бизнеса и инвесторов, так как в данном случае не происходит перераспределение прав собственности. Однако корпорация, планирующая эмиссию облигаций, должна иметь устойчивое финансовое состояние, хорошие перспективы будущего развития, а облигационный заём должен быть обеспечен имуществом корпорации. Опыт последних лет демонстрирует, что реальные шансы на успешное размещение своих долговых ценных бумаг имеют крупнейшие российские корпорации, хорошо известные на фондовом рынке, демонстрирующие устойчивые темпы развития и действующие в привлекательных для инвестора отраслях, например таких, как энергетика, телекоммуникации, банковский сектор. Существует довольно высокий риск, что эмиссия облигаций на фондовом рынке будет безуспешной, если нет уверенности в том, что облигации корпорации будут восприняты фондовым рынком как ликвидный и привлекательный инструмент; в данном случае необходимо воздержаться от использования данного вида финансирования деятельности корпорации [129].

Лизинг как источник финансирования.

В балансах широкого ряда крупных корпораций экономически развитых стран задолженность перед лизинговыми компаниями составляет значимую долю в долгосрочных источниках привлеченных средств финансирования [18].

Привлекательность долгосрочной аренды заключается в том, что это один из сравнительно быстро получаемых и прибыльных в финансовом плане инструментов. Арендные отношения имеют давнюю историю, однако, именно сейчас их развитию был придан новый толчок к развитию, в частности появился принципиально новый вид аренды, стимулирующий инвестиционную деятельность, - финансовая аренда. При употреблении терминов следует учесть, что идентичность понятий «финансовая аренда» и «лизинг», подразумеваемая российским гражданским законодательством, не является полностью верной [1]. Представляя собой вид предпринимательской активности, лизинг является категорией гражданского права. Термин «финансовая аренда» присутствует только в приложении к бухгалтерскому учету и представляет собой набор определенных условий, дающих право арендатору отражать полученное в аренду имущество на своем бухгалтерском балансе [10].

Лизингом считается специфическая операция, подразумевающая вложение временно свободных или привлеченных средств в приобретение актива с последующей передачей его заказчику в форме аренды [75]. В структуре арендных операций лизинг имеет особое место, так как представляет собой целенаправленную, специально организованную деятельность по сдаче активов корпорации в аренду. При этом аренда в своем классическом понимании зачастую рассматривается как вынужденная мера - имущество сдается в аренду, так как оно не находит должного использования у его собственника. По своему экономическому смыслу договор лизинга наиболее приближен к сделкам по кредитованию. Лизингодатель (арендодатель) хочет получить определенный процентный доход на осуществленную им инвестицию - покупка имущества и последующая передача его своему клиенту - лизингополучателю (арендатору); в то время как для последнего операция лизинга представляет собой одну из форм

финансирования приобретения имущества. Отметим, что балансодержателем лизингового имущества может выступать как лизинговая компания, так и ее клиент - лизингополучатель, тогда как в международной практике финансового учета лизинговое имущество принято отражать на балансе лизингополучателя – такие рекомендации даны в стандартах МСФО. Лизинг имеет ряд особенностей, которые отличают его от общепринятого порядка регулирования договоров аренды. Во-первых, риск полной утраты и порчи актива при лизинге несет лизингополучатель, в то время как общие правила операций по аренде имущества возлагают данный риск на собственника актива, а не на арендатора. Также договор лизинга, как правило, требует от лизингодателя осуществлять техническую поддержку актива у лизингополучателя, проводить замену морально устаревших активов, а также осуществлять прочие действия, зачастую не типичные для обычного порядка взаимоотношений, которые возникают между арендатором и арендодателем. Специфика лизинговых операций заключается еще и в том, что лизингополучатель получает имущество, выбранное и приобретенное по его собственному заказу. В наиболее общем виде лизинговая операция в ее классической форме может быть представлена так:

Лизинговая сделка включает в себя ряд последовательных операций. Нуждающийся в определенных активах лизингополучатель, предпочитающий в силу ряда причин купить это имущество через лизинговую сделку, определяет поставщика, у которого он хотел бы купить данное имущество; как правило, поставщик выбирается им самим. Далее он заключает договор с лизинговой компанией, по которому она сама приобретает в собственность указанный актив и сдает его в аренду своему клиенту. Для финансирования сделки лизинговая компания использует собственные ресурсы или же обращается за недостающими средствами в банки или другие кредитные институты. Объект лизинговой сделки (лизинговое имущество) может быть застрахован от рисков утраты (гибели), недостачи или повреждения, причем в качестве страхователя могут выступать оба - как лизингодатель, так и лизингополучатель. Экономическая суть операции финансового лизинга заключается в том, что лизингополучатель уплачивает

лизингодателю все его затраты, а также сумму комиссионного вознаграждения, причем делает это не единым платежом, а в течение определенного периода времени, сопоставимого со сроком полезной эксплуатации лизингового имущества. Именно срок лизингового договора и возмещение затрат лизингодателя являются достаточными признаками отношений финансового лизинга. К категории операционного лизинга относится практически любой иной вид лизинговой сделки, не подпадающей под определение финансового лизинга [56]. Основными признаками операционного лизинга является довольно короткие сроки договора лизинга, а также последующий возврат лизингового имущества лизингодателю после окончания сделки. В экономически развитых странах большую популярность получили сделки возвратного лизинга. По договору о возвратном лизинге корпорация, владеющая каким-либо имуществом, реализует право собственности на свой объект лизинговой компании. При этом оформляется договор об аренде данного имущества на определенный период времени с выполнением ряда условий. Фирмой, предоставляющей финансовые ресурсы, может быть, например, страховая компания, банк, лизинговая компания и прочие профессиональные участники рынка.

В результате данной операции у корпорации появляются дополнительные финансовые ресурсы. При этом данный вид аренды подразумевает переход права собственности на лизинговое имущество к корпорации после даты совершения последнего лизингового платежа. По экономическому смыслу эта операция схожа с кредитованием лизингополучателя, когда лизинговое имущество выступает в качестве обеспечения, гарантии или залога. При этом, есть и весьма существенная разница, а именно лизинговое имущество формально является собственностью лизингодателя. Данное обстоятельство в некотором смысле способствует увеличению гарантии исполнения своих обязательств лизингополучателем перед лизингодателем.

Преимущества лизинговых сделок для её участников:

1. Инвестирование в форме конкретного актива в отличие от денежного кредита уменьшает риск невозврата средств, лизинговое имущество в течение

всего срока действия лизингового договора являются собственностью лизингодателя.

2. Банковский кредит предоставляется обычно на 70-80% стоимости приобретаемого имущества, в то время как его лизинг предполагает 100% кредитование и не требует немедленного начала платежа, что дает возможность без резкого финансового напряжения обновлять основные производственные фонды корпорации.

3. Условия договора лизинга более гибкие, чем кредитные отношения, так как позволяют сторонам сделки выработать удобную для каждого участника сделки схему выплат.

4. Договор лизинга зачастую включает в себя условия о технической поддержке имущества лизингодателем, в результате чего снижается риск морального износа имущества и т. д. В том случае, если имущество поступает в собственность через его покупку, данные издержки корпорация должна нести самостоятельно.

5. В определенных случаях лизинговое имущество может и не числиться на бухгалтерском балансе лизингополучателя, в связи с чем он не несет дополнительных затрат по этому оборудованию в форме налога на имущество; помимо этого, улучшаются финансовые показатели его деятельности.

6. Поставщик имущества получает дополнительные возможности продажи своей продукции, что представляется весьма немаловажным моментом в условиях жесткой конкурентной рыночной борьбы.

В структуре арендных операций лизинг занимает особое место, так как представляет собой обычно целенаправленную, специально организованную операцию по сдаче активов в аренду.

Как было отмечено выше, есть две основные формы лизинга - операционный и финансовый; право выбора той или иной формы лизинга находится в руках лизингополучателя. Данные формы различаются целевыми установками субъектов лизинговой операции, объемом их обязанностей, сроком использования лизингового имущества. Операционный лизинг заключается на

срок, меньший чем амортизационный период лизингового имущества, и предусматривает возврат объекта лизинга владельцу по окончании срока действия лизингового договора. Зачастую операционный лизинг подразумевает возможность досрочного возврата лизингового имущества по желанию арендатора с выплатой определенных пени за одностороннее расторжение лизингового договора.

Различают две главные причины, которые обуславливают выбор лизингополучателя в пользу операционного лизинга:

(а) лизингополучателю требуется арендуемое имущество только на время, например, для осуществления какого-то проекта, имеющего единоразовый характер; после завершения данного проекта потребность в данном активе полностью исчезает;

(б) арендуемое имущество имеет своей особенностью довольно быстрое моральное старение. Договор финансового лизинга заключается на весь период амортизации лизингового имущества и зачастую не предусматривает досрочного расторжения лизингового договора. Таким образом, платежи лизингополучателя в данном случае превышают издержки лизинговой компании по покупке данного имущества. На современном этапе именно финансовый лизинг рассматривается как один из вариантов приобретения имущества.

Факторинг.

В основе операций факторинга лежит дисконтирование торговой дебиторской задолженности, сформированной покупателями и заказчиками. Факторинг позволяет корпорации в сжатые сроки сбалансировать свои финансовые возможности с потребностями. Согласно отечественному законодательству факторинговые услуги включаются в производственную себестоимость продукции, что делает его эффективным источником финансирования для ряда корпораций.

Факторинг (продажа или дисконтирование дебиторской задолженности) ограничен в использовании сейчас на территории Российской Федерации. Преимущество факторинга заключается в том, что он дает возможность продавцу

задолженности поддерживать ликвидность. К его минусам можно отнести тот факт, что факторинг является достаточно затратным источником финансирования, мало используется в России и обычно данным инструментом могут воспользоваться преимущественно клиенты банка. При этом действующая банковская практика сложилась таким образом, что лимит факторинга устанавливается не просто на клиентов, а на некоторых его дебиторов, финансовая устойчивость которых не вызывает у банка, который предоставляет факторинг, сомнения.

Опционы.

Довольно новым заемным инструментом финансирования корпораций в рыночной экономике является опцион - право выбора определенных действий в сроки, определенные в соответствующем договоре. Опцион - это договорное обязательство его эмитента купить или продать некоторый вид ценностей или финансовых прав по установленной в момент заключения договора цене и в пределах согласованного срока в будущем [143]. В обмен на приобретение такого права держатель опциона оплачивает эмитенту фиксированную сумму, которая называется премией по опциону. Риск держателя опциона ограничивается данной премией, а риск эмитента опциона снижается на размер полученной единовременно премии. Предусматривается выпуск "колл" опциона, дающего возможность купить определенную ценную бумагу или валюту или другой актив, и "пут" опциона, предоставляющего право продать данный актив. Цена, по которой осуществляется приобретение или реализация, называется ценой исполнения опциона. Опцион, который должен быть выполнен в определенную дату, называется европейским, а опцион, который может быть выполнен в любое время в течение срока действия опциона, американским. Цена опциона зависит от ряда факторов. В первую очередь на уровень цены влияет цена самой ценной бумаги - акции или облигации (если финансовый актив является ценной бумагой). Например, чем выше цена ценной бумаги, тем выше цена опциона. Цена опциона напрямую зависит от разности между текущими ценами на ценные бумаги корпорации и текущей рыночной стоимостью цены исполнения этого опциона.

Опцион не только дает корпорации возможность привлечь дополнительные финансовые ресурсы. Эмиссия опционов - это метод самострахования корпорации от рисков рыночных изменений цены. Если корпорация опасается, что в будущем времени курсовая стоимость ее ценных бумаг не вырастет, то, реализовав опцион на покупку своих ценных бумаг, данная корпорация может компенсировать часть убытков по данным операциям.

Кредиторская задолженность.

Покупка активов с рассрочкой платежа доступна для корпораций, имеющих хорошую финансовую устойчивость и положительные тенденции будущего развития. При этом в качестве залогового обеспечения выступает приобретаемый корпорацией актив, который переходит в собственность корпорации только после того момента, как будет полностью погашена задолженность в размере его стоимости. Корпорация должна располагать величиной денежных средств для оплаты первоначального взноса, составляющего обычно от 10 до 50% от цены приобретаемого актива. Этот способ финансирования в первую очередь используется при покупке оборудования.

Финансирование корпорации поставщиками её оборудования (в западной литературе - Vendor financing) также довольно широко распространено в России. Многие производители в качестве способа стимулирования спроса на свою продукцию предлагают своим заказчикам покупку оборудования с рассрочкой после выплаты первоначального авансового взноса. Такие поставщики отдают предпочтение стабильным и динамично развивающимся корпорациям. Необходимо учитывать, что наличие авторитетного частного инвестора (например, известного инвестиционного банка или инвестиционного фонда), который принял риск по приобретению акций корпорации, является значимым позитивным фактором для производителей при принятии решения о продаже оборудования с рассрочкой.

Коммерческий или торговый кредит кажется бесплатным для покупателя оборудования, но на самом деле он содержит скрытые затраты.

Поставщик, предоставляющий торговый кредит, несет вмененные затраты по средствам, вложенным в дебиторскую задолженность, поэтому он зачастую закладывает большую часть этих издержек в цену. Данная сумма зависит от условий рынка и успешности переговоров между поставщиком и покупателем.

Заемные средства являются важным источником финансирования инвестиций корпораций. Использование заемного капитала дает возможность корпорации получить более высокий финансовый потенциал технико-экономического развития и возможность прироста финансовой рентабельности деятельности. Однако данный источник труднодоступен для российских корпораций по ряду причин. Во-первых, коммерческие банки нечасто предоставляют долгосрочный инвестиционный кредит из-за отсутствия надежных гарантий его возврата. Во-вторых, сам кредит разорителен для заемщиков их привлекающих, так как процентная ставка за пользование часто выше, чем норма прибыли даже по наиболее рентабельным корпорациям.

Основным преимуществом облигационного рынка по сравнению с рынком банковского кредитования является наличие вторичного рынка – удобного механизма, с помощью которого можно либо принять риск на корпорацию, либо продать фактические обязательства корпорации перед кредитором. Однако слабо развитый вторичный рынок фактически существенно уменьшает привлекательность привлечения ресурсов через эмиссию облигаций, так как в российских условиях с высоким уровнем государственного вмешательства в экономику, для корпорации меньше затрат принесет привлечение банковских кредитов.

Перспективы развития лизингового рынка до конца 2014 года были строго позитивны. Данный инструмент финансового рынка позволял корпорациям получить финансирование в сжатые сроки без высоких административных и временных затрат. Однако при росте ставок в экономике лизинговые компании в связи с возросшими кредитными рисками на лизингополучателей увеличивают свою маржу по сделкам, что приводит к тому, что ставки по лизингу растут

быстрее, чем ставки по банковским кредитам. Результатом данной тенденции становится полная непривлекательность лизинговых услуг в условиях экономической нестабильности, когда маржа компаний реального сектора находится под существенным давлением, что приводит к тому, что собственники предпочитают привлечь ресурсы позже и с большими человеческими затратами, но зато дешевле с точки зрения стоимости фондирования.

3. Привлеченные средства. Данный вид средств включает в себя эмиссию долевых ценных бумаг - акций (обыкновенных и привилегированных) и финансирование на безвозмездной основе, то есть это различные гранты, бюджетные ассигнования и т.д. К сожалению, в России данный вид инструментов финансирования еще не совсем развит из-за неактивности гражданского населения при финансировании деятельности корпораций.

Акция отражает отношение между собственниками корпорации по поводу их доли в уставном капитале корпорации и их участие в управлении ею. Ключевым вопросом финансового управления является расчет цены акции. Практически любому финансовому менеджеру необходимо определять цену акции при ее эмиссии и при оценке эффективности принимаемых финансовых решений. Целесообразность выпуска акций во многом определяется издержками выпуска. Есть два типа издержек нового выпуска акций: административные издержки и дисконт выпуска. Первый вид издержек - это оплата труда специалистов, которые будут заниматься организацией выпуска и продажей акций; уплата регистрационного сбора за проспект эмиссии, соответствующего налога, затраты на печать или учет на электронных носителях. Дисконт выпуска - это разница между первичной ценой эмиссии акций и их текущей рыночной ценой. В издержках выпуска присутствует постоянная и переменная части, что делает выпуск большого количества акций более экономичным за счет эффекта масштаба, то есть уменьшения доли постоянных издержек. Однако необходимо учитывать, что чрезмерное увеличение количества размещаемых акций увеличивает риск их невостребованности и затрудняет управление. Если номинал акции завесить, то число потенциальных покупателей сразу же уменьшается, и, наоборот, занижение

номинала приводит к необоснованному росту издержек эмиссии и нежелательному разводнению капитала. Учитывая сложившуюся ситуацию при определении номинальной цены акций необходимо ориентироваться не столько на определение потребности корпорации финансовых ресурсов, сколько на платежеспособный спрос населения: наличие у него свободных денег и доверие к продукции, выпускаемой данной корпорацией. Корпорация может увеличивать число акционеров путем уменьшения номинальной стоимости акций. Это называется сплит - дробление акций: взамен изымаемых старых акций акционерам вручаются новые акции на ту же общую сумму, но с более мелким номиналом. В условиях постоянной инфляции, если акции корпорации продаются по слишком низкой цене, руководство корпорации может прибегнуть к консолидации. Она прямо противоположна сплиту. Например, при коэффициенте консолидации равному 3, за каждые три акции по 500 тыс. руб. акционеру предоставляется акция номиналом 1,5 млн. руб. Выполняя свои обязательства перед инвесторами, корпорация может практиковать скрип дивиденда, то есть выплачивать дивиденды не в денежной форме, а новыми акциями. Это предоставляет корпорации возможность роста [3]. Скрип дивиденда разрешен отечественным законодательством и может использоваться на практике. Но интерес к нему появляется у инвестора только при наличии налоговых выгод; в противном случае акционеры предпочитают получать дивиденды в денежной форме. Таким образом, принятие решения о выпуске акций - сложный финансовый вопрос. Для его обоснованного решения необходимо рассчитать:

- затраты выпуска;
- номинальную цену акции, которая будет устраивать и корпорацию - эмитента, и потенциальных инвесторов;
- ожидаемую справедливую рыночную стоимость акции в процессе торгов на открытых площадках.

Последнее, свою очередь, находится в прямой зависимости от ожидаемых дивидендов и прогнозной величины отдачи на капитал. Равновесие на рынке наступает только при равенстве отдачи, которую может предложить корпорация -

эмитент, и отдачи на капитал, которая будет устраивать инвестора. Без предварительного анализа целесообразности выпуска акций корпорация напрасно потратит деньги на подготовку и реализацию эмиссии. Необоснованный выпуск акций как заменителей денег подстегнет инфляцию. Недопустим выпуск акций без предварительного расчета ожидаемого дивиденда и рыночной цены [3]. Это может привести к росту нестабильности экономики и подрыву доверия населения к акционированию. С точки зрения инвесторов выпуск обыкновенных акций имеет некоторые преимущества. Во-первых, процветание корпорации ведет к повышению рыночной стоимости акций благодаря увеличению стоимости активов корпораций и высокому получаемому дивиденду. Например, если акция была приобретена по цене 100 тыс. руб. за штуку, то через определенное время ее цена может значительно увеличиться. Во-вторых, владельцы обыкновенных акций имеют право голоса. Это дает возможность участия в управлении корпорацией. В-третьих, если речь идет об акциях известных, надежно работающих компаний, то их легко при необходимости реализовать на открытом рынке. Привлекателен вариант эмиссии обыкновенных акций и для корпорации-эмитента. В первую очередь, в отличие от обязательств по долговым ценным бумагам, обыкновенные акции не требуют обязательной выплаты доходов - дивидендов, если дела у корпорации идут не слишком хорошо или если менеджмент считает более целесообразным сделать акцент на финансирование будущего развития корпорации. Вместе с тем, у обыкновенных акций с точки зрения эмитента есть и недостатки. Во-первых, увеличение объема акционерного капитала ведет к росту числа его акционеров и соответственно к потенциальной возможности потери контроля над корпорацией со стороны первоначальных учредителей. Во-вторых, западная и отечественная практика показывают, что весь требуемый объем финансирования нельзя получить с помощью только выпуска обыкновенных акций. В-третьих, эмиссия акций может со временем обернуться для корпорации большими затратами по сравнению с эмиссией облигаций, так как, хотя размер дивидендов по акциям находится в зависимости от финансового состояния корпорации, они должны выплачиваться постоянно и их размер обычно больше.

Помимо эмиссии обыкновенных акций, корпорации зачастую прибегают к эмиссии привилегированных акций.

Привилегированные акции - это также ценные бумаги, но не дающие права голоса, при этом гарантирующие получение дивидендов по фиксированному проценту (или в фиксированной сумме) независимо от финансовых результатов деятельности корпорации. Иногда данный процент может доначисляться до величины дивиденда по обыкновенным акциям, если последний выше дивиденда по привилегированным акциям. Держатели привилегированных акций обладают преимущественным правом на получение дивидендов, а также на получение средств в случае ликвидации корпорации по сравнению с держателями обычных акций.

Привилегированные акции делятся на некумулятивные и кумулятивные. Первые теряют приоритет в получении дивидендов на последующий год, если они не были объявлены в текущем году. Кумулятивные привилегированные акции не теряют данного права, и сумма дивидендов по ним, не выплаченных в предыдущие годы, должна быть выплачена акционерам при первой же финансовой возможности, прежде чем будут выплачены дивиденды по обыкновенным акциям. Дивиденды в данном случае являются просроченными.

Привилегированные акции бывают также обратимыми и необратимыми; выпускаются также акции с правом выкупа - отзывные акции. Обратимость привилегированных акций - это их способность быть обмененными на обычные акции по определенному коэффициенту, оговоренному в проспекте эмиссии. Отзывные привилегированные акции могут быть выкуплены выпускающей компанией по заранее известной цене.

По форме выпуска различают привилегированные акции с ограниченным сроком обращения, бессрочные привилегированные акции с «плавающей» процентной ставкой.

Эмиссия привилегированных акций имеет следующие преимущества:

- дивиденды по акциям необязательно должны выплачиваться (при этом порядок расчета размера дивидендов по привилегированным акциям обязательно должен быть закреплен в уставе акционерного общества);

- держатели привилегированных акций не могут подтолкнуть корпорацию к банкротству, они не принимают участия в распределении сверх прибылей;

- эмиссия привилегированных акций не снижает долю участия в собственности корпорации владельцев обыкновенных акций, их участия в распределении прибыли и права голоса по акциям;

- не требуется фонд погашения;

- корпорации не нужно предоставлять залог в виде своих активов;

- улучшается финансовый коэффициент соотношения долговых обязательств и собственного капитала.

Эмиссия привилегированных акций имеет и отдельные недостатки:

- привилегированная акция должна предусматривать больший доход по сравнению с облигацией, потому что она несет в себе больший риск;

- привилегированные акции имеют более высокую стоимость эмиссии по сравнению с облигациями.

Таким образом, инструменты, которые предлагают корпорациям участники финансового рынка, многообразны, при этом у каждого есть свои преимущества и недостатки. Корпорация при выборе того или иного источника финансирования своей деятельности должна опираться на те цели и задачи, которые необходимо достичь и реализовать при привлечении каждого конкретного инструмента. Данные задачи могут быть различны в зависимости от того, на финансирование какого вида деятельности корпорации пойдут привлеченные средства.

ГЛАВА 2. АНАЛИЗ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ИНСТРУМЕНТОВ ФИНАНСОВОГО РЫНКА ДЛЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

2.1. Инструменты финансового рынка, используемые отечественными корпорациями в современной России корпораций.

Основными источниками финансирования деятельности корпораций со стороны финансового сектора выступают банковские кредиты, услуги лизинговых компаний, облигационные займы, а также эмиссия акций. В отечественной литературе и статистических сборниках отсутствует информация по конкретным объемам привлечения корпорациями ресурсов с помощью данных инструментов. В части банковских кредитов основной статистический объем информации предоставляет Центральный Банк РФ, который осуществляет регулирование и лицензирование банковской деятельности на территории РФ (см. таблицу 2).

Таблица 2. Совокупный объем кредитов, выданных банковским сектором нефинансовым учреждениям по годам.

год	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Совокупный объем кредитов нефинансовым учреждениям, млрд руб.	5 803	8 731	12 844	12 879	14 530	18 401	20 917	23 678	29 536
Изменение за период, млрд руб.	-	2 928	4 113	35	1 651	3 871	2 516	2 761	5 858
Изменение за период, %	-	50%	47%	0%	13%	27%	14%	13%	25%

По итогам 2014 года совокупный объем кредитов, которые банки предоставили корпорациям отечественной экономики, составил 29 536 млрд руб., что на 25% больше, чем по итогам 2013 года. Отсутствуют данные по совокупному объему предоставленных и погашенных кредитов, однако можно провести анализ динамики совокупного кредитного портфеля. По итогам 2014 года совокупный кредитный портфель корпорациям увеличился на 5 858 млрд руб., следовательно учитывая погашения кредитов, которые происходят ежегодно, корпорации со стороны банковского сектора получили еще больше

средств. При этом за последние 9 лет кредитный портфель реального сектора ни разу не показал снижение. Существенное замедление имело место в 2009 году после начала мирового финансового кризиса, начавшегося в США в 2008 году и вызванного кризисом ипотечных ценных бумаг, однако с 2010 года отечественные банки снова стали активно наращивать кредитные портфели. Пик роста после кризиса 2008 года пришёлся на 2011 год, который являлся благоприятным в целом для банковского сектора. Банки в 2011-2013 годах демонстрировали рекордные прибыли по финансовой отчетности, хотя в 2012 и 2013 годах темп роста кредитов реальному сектору стал умеренный (14-13%). В 2014 году банковский сектор развивался умеренно в неопределенных экономических условиях, связанных с введением санкций со стороны западных стран. Существенный источник валютного фондирования был отрезан, что привело к дополнительным трудностям на рынке. В 2015 году (после значительного увеличения ключевой ставки Центрального банка в декабре 2014 года) многие отечественные банки временно закрыли программы кредитования, некоторые избрали своей стратегией сохранение действующего кредитного портфеля, банки с иностранным капиталом переориентировались на сокращение портфеля с постепенным улучшением его качества. Ставки по кредитам реальному сектору в некоторых случаях стали «заградительными», то есть компании сознательно были вынуждены останавливать инвестиционные проекты, так как они стали нерентабельны при действующих в 1 квартале 2015 года ставках кредитования. Кредитование оборотного капитала также стало невыгодно корпорациям ввиду сократившейся маржи по торговым операциям. Так по итогам 1 квартала 2015 года совокупный кредитный портфель реального сектора вырос всего на 0,3%.

В целом можно отметить, что банковский сектор активно занимается кредитованием корпораций, совокупный объем банковских кредитов реальному сектору составляет 42% от ВВП.

Несмотря на отсутствие жесткого государственного регулирования лизинговой отрасли (для осуществления лизинговой деятельности больше не требуется лицензия, а также отсутствуют жесткие требования в части раскрытия финансовой отчетности), существует достаточное количество информации по текущим и историческим показателям развития отечественного лизингового рынка (см. таблицу 3).

Таблица 3. Динамика совокупного лизингового портфеля отечественных корпораций по годам.

год	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Лизинговый портфель, млрд руб.	530	1 202	1 390	960	1 180	1 860	2 530	2 900	3 200
Изменение за период, млрд руб.	-	672	188	-430	220	680	670	370	300
Изменение за период, %	-	127%	16%	-31%	23%	58%	36%	15%	10%
Объем нового бизнеса, млрд руб.	-	-	430	180	450	741	770	783	680

По состоянию на 2015 год можно отметить, что лизинговый рынок находится на ранней ступени своего развития и связано это отчасти с текущей сильной зависимостью от банковского кредитования, так как за прошедший период с момента появления первых лизинговых компаний у них не произошло накопления достаточного капитала для снижения данной зависимости. Деятельность российских лизинговых компаний строится следующим образом:

- поиск лизингополучателя;
- подбор имущества и поставщика для данного лизингополучателя;
- привлечение финансирования под данную сделку (преимущественно в банках);
- получение аванса от лизингополучателя;
- перечисление аванса поставщику за счет средств лизингополучателя и перечисление оставшейся суммы за счет средств кредитора (банка);
- передача имущества от поставщика лизингополучателю по трехстороннему акту приема-передачи;

- погашение кредита за счет средств, поступающих от лизингополучателя.

Таким образом, ценообразование лизинговых компаний целиком и полностью зависит от ставок по привлеченному финансированию. Российские коммерческие банки осторожно подходят к кредитованию лизинговых компаний в виду отсутствия твердого обеспечения и ряда юридических особенностей по изъятию лизингового имущества в случае наличия просроченных обязательств со стороны лизинговой компании перед кредитором (например, лизингополучатель имеет право не отдавать имущество в счет погашения обязательств лизинговой компании перед кредитором в случае отсутствия просроченных платежей у самого лизингополучателя перед лизинговой компанией). В связи с этим крупнейшими лизинговыми компаниями России являются компании, аффилированные с банковскими структурами, которые и предоставляют им финансирование (ВЭБ-Лизинг, ВТБ Лизинг, СБЕРБАНК ЛИЗИНГ, Газпромбанк Лизинг). Таким образом, российская лизинговая отрасль в настоящий момент очень сближена с банковским сектором, и возможность её отдельного существования ставится под серьезное сомнение. Отчасти это подтверждается отсутствием существенного и значительного роста совокупного лизингового портфеля в экономике относительно роста вложений банковского сектора в корпорации. По итогам рассматриваемого периода (2006 - 2014 годы) кредиты реальному сектору увеличились в 5 раз, тогда как совокупный лизинговый портфель увеличился в 6 раз. Особенностью отечественного лизингового рынка является большой объем вложений в железнодорожную технику (железнодорожные вагоны, платформы и так далее) и грузовой автотранспорт. Существенным потенциалом роста обладают лизинговые услуги по легковым автомобилям и строительной технике. Зачастую корпорации не осведомлены о преимуществах лизинговых программ по финансированию своей деятельности, а предпочитают стандартное банковское кредитование из-за визуально меньше процентной ставки и более понятного механизма работы. Рынок лизинга составляет всего 11% от рынка банковского кредитования (по

совокупной задолженности), что оставляет существенный потенциал роста для лизинговых компаний.

Необходимо отметить, что в Европе крупнейшими лизинговыми компаниями также являются аффилированные с банковскими структурами компании - Société Générale Leasing Solutions, BNP Paribas Leasing Solutions, Unicredit Leasing, Nordea Finance, Credit Agricole Leasing & Factoring, при этом совокупные лизинговые портфели компаний из Франции и Италии существенно превосходят лизинговый портфель отечественных компаний, несмотря на превышение российского ВВП над аналогичным показателем данных стран.¹

Несмотря на существенное государственное регулирование облигационного рынка, на сайте московской биржи и информационных агентств по облигационному рынку (Cbonds и Rusbonds) отсутствуют данные по совокупной задолженности корпораций реального сектора по облигационным займам [156]. Данные по портфелю корпоративных облигаций за период 2012-2014 годы приведены на основании статей, опубликованных на информационном портале инвестиционной компании Финам (см. таблицу 4) [158].

Таблица 4. Динамика совокупной задолженности корпораций реального сектора по облигационным займам.

год	2012	2013	2014
Портфель корпоративных облигаций, млрд руб.	4 166	5 190	6 623
Объем банковских облигаций, млрд руб.	1 037	1 213	1 358
Облигации реального сектора, млрд руб.	3 129	3 977	5 265
Объем размещенных корпоративных облигаций, млрд руб.	-	1 841	1 883

Объем задолженности банковского сектора по облигационным займам приведен на основании данных Центрального банка РФ. Все остальные облигации считаются выпущенными корпорациями реального сектора.

¹ <http://www.leaseurope.org/uploads/documents/stats/European%20Leasing%20Market%202013.pdf>

Совокупный объем задолженности по корпоративным облигациям реального сектора в 2 раза превышает объем лизингового портфеля в экономике, при этом объем размещенных облигаций в 2014 году составил 1 883 млрд руб., что в 2,8 раз превышает показатель нового бизнеса в 2014 году по лизинговой отрасли. Совокупный объем задолженности по корпоративным облигациям составляет 22% от совокупного объема банковского кредитования, предоставленного корпорациям реального сектора. При этом в 2013 и 2014 году российские компании активно размещались на рынке по приемлемым ставкам. Рынок облигационных займов можно охарактеризовать как развитый ввиду сопоставимости его показателей с банковским кредитованием при условии, что на рынок облигационных займов выходят только крупные компании с устойчивым финансовым состоянием, инвестировать в которые хотят профессиональные участники рынка. При этом, как было отмечено выше, на российском рынке в течение 2014 года разместилось корпоративных облигаций на 1 883 млрд руб. За аналогичный период на рынке США разместилось облигаций на общую сумму 1 475 млрд долл.² Если соотносить масштабы экономики США и России по уровню ВВП, то облигационный рынок России будет несоизмеримо мал по сравнению с облигационным рынком США, однако необходимо учитывать разницу в ведении бизнеса. В США экономика развивается преимущественно за счет заемных средств, что и приводит к большим объемам задолженностей по сравнению с масштабами экономики.

Фондовый рынок России является жестко регулируемым и регламентированным [44]. Основным источником информации по нему являются данные Московской биржи. В качестве привлечения ресурсов финансового сектора для финансирования деятельности корпораций на рынке акций могут выступать IPO и SPO (первичное и вторичное публичное размещение акций [9]). При этом в открытых источниках присутствует только информация по совокупному объему торгов на бирже и отсутствует информация о совокупной стоимости акций, размещенных на открытых площадках [152]. В

² <http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>

некоторых открытых источниках приводятся данные о капитализации российского фондового рынка, которые в свою очередь опираются на сведения зарубежных информационных агентств (Bloomberg и т.д.). Однако капитализация всего рынка свидетельствует только о том, сколько стоят все публичные акционерные общества, хотя российская практика строилась таким образом, что на рынке/бирже зачастую размещены только миноритарные пакеты, поэтому капитализация российского рынка акций не может служить достоверным источником по поводу показателей объема привлеченных ресурсов реальным сектором.

В открытых источниках отсутствует точная информация в части объема привлеченных ресурсов отечественными корпорациями с помощью IPO, некоторые издания приводят данные, однако они противоречат друг другу, при этом зачастую довольно существенно, поэтому нельзя говорить о наличии достоверного источника информации в данной области. На основании ранее опубликованных данных PBN Company и PWC, по мнению автора, можно привести следующие данные (см. таблицу 5):

Таблица 5. Динамика объема привлеченных средств российскими компаниями через IPO.

год	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Объем привлеченных средств на IPO, млн долларов США	17 992	36 165	1 905	57	5 369	4 673	2 496	3 194	952
Количество IPO	28	32	6	3	12	9	7	5	1

Активное привлечение ресурсов на рынке акций было произведено в 2006 и 2007 году, когда ситуация на российском фондовом рынке была более, чем благоприятная. В 2009 году после начала мирового финансового кризиса IPO на российском рынке существенно сократилось как в количественном выражении, так и в стоимостном. Однако начиная с 2010 года произошло восстановление рынка акций, которое отчасти проявилось и в росте первичных размещений. В 2014 году из-за неблагоприятной экономической конъюнктуры объем

размещений существенно сократился. Перспективы российского фондового рынка в части его роли в привлечении финансирования для корпораций оценить в настоящий момент трудно из-за разнонаправленных тенденций в экономике. С одной стороны, рано или поздно будет произведена приватизация большинства активов в нефтегазовой отрасли страны, что должно быть осуществлено с помощью фондового рынка, однако средства от размещений акций данных корпораций пойдут не на финансирование инвестиционных программ и деятельности этих корпораций, а на выплату государству, как первоначальному владельцу акций.

Против дальнейшего развития отечественного фондового рынка выступает желание многих компаний производить размещение своих акций на иностранных площадках (западных и азиатских), что связано с меньшей административной нагрузкой. Некоторые компании избирают своей стратегией уход от публичного общества к обществу с закрытым перечнем акционеров без торговли акций на бирже. Примером данной тенденции может выступить заявление компании Уралкалий 22 июня 2015 года, в котором компания заявила о возможном делистинге и переходом к частной форме собственности. Безусловно, российский фондовый рынок является в зачаточном состоянии по сравнению с фондовым рынком США, что подтверждается тем, что в ноябре 2014 года капитализация всего российского рынка была меньше, чем рыночная стоимость компании Apple, которая является публичной. В России фондовый рынок не получает должного развития из-за следующих причин:

- Жесткая регламентация рынка со стороны государства. Фондовый рынок США развивался одновременно с инструментами его регулирования и нормативной базой, что приводило к сбалансированному развитию, так как участники постепенно подстраивались под меняющиеся условия. В России участники рынка находятся под жестким регламентирующим контролем изначально без отсутствия должного опыта и традиций на рынке.

- В США основным источником средств на фондовом рынке являются средства граждан, которые таким образом инвестируют свои сбережения. В России у граждан отсутствуют знания о данной форме сбережений, а финансовые пирамиды создали у людей чувство отторжения к данным финансовым услугам. Стратегия государства направлена на приватизацию обществ, а не на наращивание долей в компаниях. В совокупности оба эти фактора приводят к отсутствию на рынке необходимого объема инвесторов.
- Компании не создают спрос на услуги фондового рынка в качестве источника поддержания ликвидности, когда временно свободные денежные средства размещаются в различные инструменты.

Вывод: основным источником финансирования деятельности отечественных корпораций в настоящий момент выступают банковские кредиты, которые превышают объем средств, получаемых корпорациями в совокупности от лизинга, выпуска облигационных займов и выпусков акций. При этом банковское кредитование является наиболее простым и понятным источником финансирования, у которого в сложных экономических условиях возникают трудности с привлечением фондирования. Наибольшим потенциалом для развития обладает фондовый рынок, в частности привлечение ресурсов через размещение акций на свободных площадках, а также рынок лизинговых услуг [101]. В настоящий момент в России практически отсутствует рынок операционной аренды, на долю которой приходится существенная часть бизнеса лизинговых компаний в Европе.

Выше было показано, что банковские кредиты являются основным источником финансирования деятельности корпораций, однако даже в условиях экономической стабильности и роста (2010-2012 годы) взаимодействие между реальным и финансовыми секторами можно было оценить как плохое.

2.2. Значение финансовых посредников в финансировании инвестиционных проектов России в 2010-2012 годах.

В научной литературе довольно большое внимание уделяется влиянию развития финансового рынка на показатели реального сектора. Немалую роль в данном вопросе играют финансовые посредники, развитие рынка которых можно наблюдать в Российской Федерации. В целом, финансовый посредник представляет собой организацию, функцией которого является перераспределение финансовых ресурсов от одних субъектов в пользу других. Наиболее распространенным финансовым посредником является банк [84]. Целью банковской деятельности, конечно, является получение прибыли и увеличение благосостояния его собственников, но достигается это преимущественно путем качественного перераспределения ресурсов между субъектами экономики, за что банк и получает главный источник своего дохода – чистый процентный доход [108]. Роль банковского сектора в экономике трудно переоценить. Зачастую только используя заемные финансовые ресурсы, компания может выйти на другой уровень своего развития или просто хотя бы покрыть свои кассовые разрывы [126]. Казалось бы, связь между развитием банковского и реального сектора должна быть очевидной. Так как банки перераспределяют финансовые ресурсы таким образом, что улучшается положение компаний-клиентов (иначе у них не было бы смысла пользоваться данными услугами), то банковский сектор должен находиться на подъеме одновременно с реальным [85]. Однако в действительности этого не происходит. Две тысячи двенадцатый год ознаменовался существенным развитием банковского сектора. Банки постоянно отчитывались о растущих объемах кредитования и доходов. Только по итогам первых 9 месяцев 2012 года ОАО «СБЕРБАНК РОССИИ» нарастил портфель кредитов юридическим лицам на 18,6%, а физическим на 48,9% по международным стандартам финансовой отчетности. Причем данный рост сопровождался снижением на 13,6% резервов под обесценение. По Банку ВТБ также наблюдался рост (однако не такой сильный) объема кредитования розничного сектора, на фоне стабильного

портфеля кредитования клиентов корпоративного сегмента. Данные 2 банка являются основными индикаторами деятельности банковского сектора, и на основании их данных можно сделать вывод о хорошем развитии банковского сектора в 2012 году. В начале 2013 году руководство Банка России сообщило, что по итогам 2012 года совокупная прибыль банковского сектора превысила рекордные 1 трлн. рублей (в 2011 году совокупная прибыль составила 848 млрд. руб.). Одновременно на фоне данных новостей руководством страны было объявлено о замедлении темпов роста отечественной экономики. По данным Федеральной службы государственной статистики индекс промышленного производства в 2012 году составил 102,6 против 104,7 в 2011 году и 108,2 в 2010 (см. таблицу 6) [149].

Таблица 6. Индексы производства по отдельным видам экономической деятельности Российской Федерации.

	2010	2011	2012
Промышленное производство	108,2	104,7	102,6
Добыча полезных ископаемых	103,6	101,9	101,1
Обрабатывающие производства	111,8	106,5	104,1

Согласно предоставленным данным, начиная с 2010 года, когда экономика только начала выходить из кризиса, темпы роста промышленного производства постоянно снижаются.

В заявлениях Правительства были выделены основные причины данной тенденции, которая только усугубилась в 2012 году:

- 1) Снижение спроса на энергоресурсы со стороны европейских стран;
- 2) Низкий уровень урожая из-за засухи в южных регионах страны.

Наиболее тревожным для России является влияние первого фактора, так как экономика страны в первую очередь зависит от спроса на ее энергоресурсы, и ситуацию с этим пока изменить так и не смогли. Влияние европейского долгового кризиса на данный спрос сказывается все больше и больше, правительства европейских стран и раньше понимали всю зависимость от

российского газа, но при наличии серьезных фискальных проблем были просто вынуждены сократить закупки российских энергоресурсов. Следовательно, влияние данного фактора смогло существенно затормозить темпы роста российской экономики, но при всем при этом банковский сектор продолжает наращивать свои портфели и демонстрировать впечатляющие результаты. Основная причина данного дисбаланса кроется в особенности деятельности российских компаний.

Для проведения анализа того, как развивался реальный сектор экономики, начиная с конца 2010 года, были использованы данные из базы данных Федеральной службы государственной статистики. Наиболее полные данные можно получить по деятельности крупных и средних организаций, поэтому именно они и были использованы в анализе (см. таблицу 7 и 8).

Таблица 7. Показатели совокупного баланса по деятельности крупных и средних организаций России.

млрд. руб.	31.12.2010	31.12.2011	30.09.2012
Основные средства	10 228	11 251	12 708
Незавершенное строительство	2 497	2 497	2 632
Запасы	3 526	3 840	4 430
Дебиторская задолженность	9 085	11 204	12 157 ³
в т.ч. покупатели и заказчики	3 839	4 430	4 797
Денежные средства	1 631	1 938	1 851
Кредиты и займы	9 737	11 401	12 308
Кредиторская задолженность	8 125	9 586	10 417
в т.ч. поставщики и подрядчики	4 128	5 095	5 401

³ Данные по показателям дебиторской задолженности на 30.09.2012 были взяты как средние между соответствующими показателями на начало предыдущего и следующего месяца. За данные месяцы наблюдался планомерный рост дебиторской задолженности, что свидетельствует, по мнению авторов, о довольно близком приближении приведенных значений.

Таблица 8. Показатели совокупного отчета о прибылях и убытках по деятельности крупных и средних организаций России.

млрд руб.	2010	9м. 2011	2011	9мес. 2012
Выручка	33 115	28 865	40 819	33 955
Себестоимость	26 639	23 382	32 986	27 884
Коммерческие и управленческие расходы	3 560	3 029	4 204	3 446
Прибыль от продаж	2 916	2 454	3 629	2 626
Проценты к уплате	500	390	551	498
Прибыль за период	2 675	2 309	3 082	2 714 ⁴

Необходимо провести анализ конкретных изменений, которые произошли в деятельности крупных и средних организаций в России, а также последствий растущего объема кредитования со стороны банковского сектора.

Наиболее крупной статьей актива совокупного баланса являются основные средства (12,7 трлн. руб.). На текущий момент в стране сложилась такая ситуация, что много основных производственных фондов являются устаревшими и ветхими. Отечественной экономике требуется срочная модернизация, строительство новых объектов, приобретение нового оборудования. Особенно остро ситуация стоит в энергетическом секторе [41]. По приведенным данным можно видеть, что рост основных средств является одним из наиболее быстрых. В 2011 году совокупная стоимость основных средств выросла на 10%, а по итогам 9 месяцев 2012 года на 12,9%. Однако тревожным моментом является низкие темпы роста незавершенного строительства, по итогам 2011 года данная статья не изменилась, в 2012 начала показывать слабый рост. Все это может привести к тому, что темпы ввода новых основных средств могут замедлиться в будущем, и намеченная модернизация основных фондов не состоится. В 2011 году также можно отметить, что темпы роста кредитования рассмотренных организаций превышали темпы роста основных средств и существенно превышали темпы роста запасов. Это является свидетельством того, что скорее

⁴ Данные за сентябрь были взяты на основе среднемесячной выручки по итогам первых 8 месяцев 2012 года, так как данные отсутствовали.

всего корпорации производили финансирование капитального строительства и закупку оборудования в большей степени за счет заемных средств. В 2012 году ситуация несколько поменялась, темп роста материальных активов был выше темпа роста заемных средств, однако если рассмотреть изменение за период 2010 - 9 месяцев 2012, то ситуация также окажется не позитивной. Темп роста кредитования организаций был выше.

В части показателя совокупной дебиторской задолженности организаций тоже можно отметить интересные тенденции. Темпы роста задолженности покупателей и заказчиков существенно отстают от показателей темпов роста выручки. Так по итогам 2011 года темп роста выручки составил 23%, при этом задолженности покупателей выросла только на 15%. В 2012 году тенденция ускорения оборачиваемости продолжилась. Это свидетельствует о том, что после осуществления работ или отгрузки продукции, компании требует все более быстрого осуществления расчетов. В тоже время доля задолженности покупателей и заказчиков в совокупном объеме дебиторской задолженности в 2011 и 2012 годах снижалась. Скорее всего, это вызвано тем, что компании не только хотят производить расчеты как можно быстрее друг с другом, но еще и требуют от контрагентов производить авансирование продукции или работ в большем объеме. Все это является благоприятным фактором для развития банковского сектора, который осуществляет большее кредитование кассовых разрывов, которые возникают из-за этой необходимости авансирования. Требования компаний о более быстром проведении расчетов и вышеуказанном авансировании не могут являться свидетельством хорошей рыночной ситуации. Компании боятся того, что их контрагенты разорятся или просто не захотят платить, поэтому все хотят минимизировать свои риски. Банки же пользуются этим, увеличивая свои кредитные портфели, но одновременно перекладывают с компаний на себя риск этих неплатежей.

Совокупный объем кредитов и займов, предоставленных крупным и средним организациям составил 11,4 трлн. руб. на 31.12.2011, что превышает аналогичный показатель годом ранее на 17,1%. За 9 месяцев 2012 года

совокупная ссудная задолженность выросла на 8%, что является свидетельством того, что основным драйвером роста объема банковского кредитования розничный сектор, а также субъекты малого бизнеса. В первую очередь это вызвано тем, что текущая долговая нагрузка кредитов на выручку по рассмотренному сегменту составляет 3,3. Данный показатель является средним, однако, с учетом того, что рентабельность российских компаний обычно находится на невысоких уровнях, дальнейшее увеличение портфеля по данному сегменту уже не так легко осуществимо. Тем более с учетом того, что темпы роста кредитования превышают темпы роста материальных активов. Это приводит к тому, что обязательства кредитного характера все хуже и хуже обеспечены залогом, что таит в себе дополнительные риски для банковского сектора, которые еще не проявили себя.

Положительным фактором в текущем финансовом состоянии можно отметить превышение задолженности перед поставщиками и подрядчиками над задолженностью покупателей и заказчиков. Это позволяет компаниям рассматриваемого сегмента отчасти удерживаться от дальнейшего кредитования, так как отсрочка поставщикам превышает отсрочку платежа со стороны покупателей.

В части показателей совокупного отчета о прибылях и убытках можно отметить в основном негативные моменты относительно развития сектора. Темпы роста промышленного производства в 2012 году, как было отмечено выше, существенно замедлились. Рост выручки по итогам 9 месяцев 2012 года составил 17,6% относительно выручки за аналогичный период 2011 года. Учитывая темпы роста производства, вполне логично сделать вывод о том, что основным драйвером роста выручки является увеличение цен оказываемых услуг и отпускаемой продукции. В рассматриваемом сегменте много энергоемких производств, корпораций с большими транспортными расходами, а тарифы естественных монополий продолжают расти существенными темпами и сдерживать их довольно тяжело, поэтому рост данных тарифов перекладывается в цену продукции или услуги. Следующим негативным фактором является

опережающие темпы роста себестоимости производства. Операционная рентабельность деятельности итак находилась не на самых высоких уровнях после кризиса, а в 2012 году продолжила снижаться. По итогам 9 месяцев 2012 года операционная рентабельность составила 7,7%, в то время как в 2010 году данный показатель составлял 8,8%, а в 2011 году 8,9%. Скорее всего, опережающий темп роста себестоимости был вызван указанным ростом тарифов естественных монополий. Корпорации были поставлены в такие условия, в которых довольно тяжело продолжать модернизировать свое производство. В условиях стабильного экономического роста, организации обычно наращивают свои коммерческие и управленческие расходы, что видно по их опережающим темпам относительно выручки. В 2011-2012 годах, темпы роста данного вида расходов стали существенно отставать от роста выручки, что свидетельствует о том, что компании начинают экономить на том, чем могут.

В условиях, когда корпорации реального сектора экономики поставлены в такие тяжелые условия, знаменательным выглядит колоссальный рост расходов на обслуживание своих обязательств. По итогам 9 месяцев 2012 года совокупный объем уплаченных процентов по кредитам и займам вырос на 27,7%, что и позволило банковскому сектору показать такие впечатляющие результаты по итогам 2012 года. Компании все реже могут предоставить обеспечение по своим обязательствам, все больше осуществляют заимствований на авансирование своих поставщиков и подрядчиков, а также осуществление инвестиционных программ, показывают снижение рентабельности своей деятельности из-за тяжелых экономических условий, и банки на данном фоне поднимают свои ставки, чтобы оправдать свои риски.

Рассматривая совокупный финансовый результат компаний за 2011 и 2012 годы также можно сделать неутешительные выводы. Общий уровень рентабельности падал 2 года подряд, что было вызвано как снижением операционной рентабельности, так и ростом расходов на обслуживание долга. Рентабельность в 2011 году составила 9,3% против 10,0% в 2010 году, по итогам 9 месяцев 2012 года данный показатель составил 9,7% против 9,9% по итогам 9

месяцев 2011 года. Казалось бы, снижение не такое существенное, однако следует рассмотреть, из чего сформировалась прибыль за 9 месяцев в 2012 году, которая превысила показатель операционной прибыли, ведь раньше такой ситуации не было. На основе данных Федеральной службы государственной статистики сделать вывод о точных причинах нельзя, однако, скорее всего это было связано с влиянием курсовых разниц на валютные обязательства компаний. По итогам 9 месяцев 2012 года и доллар, и евро продемонстрировали снижение на 4%, что не могло не привести к дополнительным доходам в финансовой отчетности, вызванных обесценением своих обязательств, которые номинированы в валюте. Причем данные дополнительные доходы не переложились в виде расходов на банковский сектор, так как банки под валютные активы осуществляют валютное фондирование, следовательно, их переоценка будет обоюдна. Таким образом, итоговая прибыль рассматриваемого сектора экономики, мало того, что приводит к снижению рентабельности, так и формируется за счет разовых статей, которые вполне могут стать отрицательными в последующих периодах. При таком росте расходов на обслуживание своих обязательств, совокупная прибыль компаний должна была бы продемонстрировать снижение, и только благоприятное стечение обстоятельств позволило этого избежать.

На основании вышеприведенного анализа можно сделать вывод о том, что реальный сектор отечественной экономики на текущий момент находится в довольно тяжелых условиях. Банковский сектор наоборот использует финансовые затруднения компаний для того, чтобы увеличить свой кредитный портфель, а также повысить ставку (и маржу) для того, чтобы оправдать свои риски. Все это приводит к рекордным показателям деятельности банковского сектора, на фоне все более удручающего состояния реального сектора. На текущий момент ситуация еще не привела к тому, что банки должны создавать дополнительные резервы в таком объеме, что привело бы к показательному снижению их прибыли, однако если тенденция будет сохраняться, такая ситуация может снова наступить в ближайшие годы. Данная ситуация является

особенностью развития отечественной экономики. Все сектора экономики функционируют, не ощущая себя в тесной взаимосвязи с другими. Целью деятельности является как можно большее накопление ресурсов в текущий момент времени, чтобы пережить более тяжелые условия, когда они настанут. Если бы в банковской системе осознавали всю пагубность текущей ситуации, когда поставленные в тяжелые условия корпорации все больше и больше погружаются в «долговую яму» на фоне растущих ставок, что оставляет для них всё меньше и меньше средств на развитие производства и подъем экономики, адекватным ответом со стороны банков было бы нахождение новых путей финансирования деятельности реального сектора с целью недопущения последующей рецессии.

2.3. Значение финансовых посредников в финансировании отечественных компаний в 2014-2016 г.г.

В предыдущем параграфе было рассмотрено взаимодействие между реальным и финансовым секторами экономики Российской Федерации за период 2010-2012. При этом 2014 год стал беспрецедентным для новой отечественной экономики. В декабре 2014 года Центральный Банк увеличил ключевую ставку до 17% годовых, что привело к резкому увеличению стоимости фондирования для банковской сферы. Наряду с наложенными западными странами санкциями на крупнейшие банки страны в части привлечения данными банками средств со стороны западных стран и корпораций, это привело к резкому дефициту ликвидности в банковском секторе, а также привело к увеличению ставок финансирования корпораций до такого уровня, что использование заемного финансирования стало нецелесообразным, так как расходы на проценты по банковским кредитам не могли быть покрыты за счет рентабельности бизнеса. Банковский сектор в конце 2014 года и начале 2015 года был под обвинениями в масштабных валютных спекуляциях и искусственном ограничении ликвидности. Последствия данных событий выразились в финансовых затруднениях, как для самих банков, так и для корпораций реального сектора экономики.

Таблица 9. Основные показатели деятельности банковского сектора России в 2014-2016 годах.

	01.01.2015	01.01.2016	01.04.2016	01.06.2016
Действующие кредитные организации, шт.	834	733	707	689
Доля в совокупных активах первых 5 банков, %	54	54	55	56
Доля в совокупных активах банков с 6 по 20 место, %	22	22	22	21
Вложения банков в долговые ценные бумаги, млрд руб.	7 651	9 616	9 579	9 730
Вложения банков в долевые ценные бумаги, млрд руб.	489	295	303	314
Кредиты нефинансовым организациям, млрд руб.	29 536	33 301	32 380	31 374
Кредиты просроченные, млрд руб.	1 251	2 076	2 121	2 129
Доля просроченных кредитов, %	4	6	7	7
Прибыль текущего года, млрд руб.	589	192	109	234
Депозиты нефинансовых организаций, млрд руб.	17 007	19 018	17 138	17 636

Доля вложений банков в ценные бумаги в иностранной валюте, %	29	37	35	36
Количество прибыльных кредитных организаций, шт.	707	553	471	419
Количество убыточных кредитных организаций, шт.	126	180	233	265

Масштабные валютные спекуляции, ухудшение качества кредитного портфеля и невозможность доначисления соответствующих резервов привели к тому, что банковский сектор стал находиться под давлением со стороны Центрального Банка России. Расчистка банковского сектора от недобросовестных игроков продолжалась на протяжении всего рассматриваемого периода, что выразилась в масштабном отзыве лицензий у кредитных организаций, деятельность которых не соответствовала требованиям законодательства России. На рассматриваемом периоде численность кредитных организаций сократилась на 145 штук и составила 689 штук на конец мая 2016 года. Безусловно данные меры приводят к дальнейшей стабилизации на банковском рынке, что опосредованно влияет и на корпорации реального сектора, для которых остается меньше возможностей проводить нелегальные операции, в том числе по обналичиванию денежных средств.

При этом в части инвестиционных портфелей банковского сектора можно отметить существенный рост вложений в долговые ценные бумаги (+2 019 млрд руб. или +27%) на фоне сокращения вложений в долевые ценные бумаги (-175 млрд руб. или -36%). Это является полным отражением отсутствия в стране культуры массового владения бизнесом, когда кредитные отношения рассматриваются как более стабильные по сравнению с участием в капитале корпораций реального сектора. При этом только наличие развитого рынка акций позволит создать для корпораций реального сектора возможность перетока денежных средств от населения в реальную экономику, что позволит корпорациям осуществить модернизацию своих производственных фондов и направить экономику страны в инновационное русло. В настоящий момент это не представляется возможным, так как фактически единственным источником длинных денег для корпораций являются банковские кредиты и облигационные

займы, однако с учетом действующего в 2014-2016 годах уровня процентных ставок перспектив для реальной модернизации нет, так как отсутствуют соответствующие источники финансирования.

Совокупный объем кредитов, предоставленных корпорациям реального сектора со стороны банков, увеличился с 01.01.2015 до 01.06.2016 на 1 838 млрд руб. или +6%. Учитывая тот факт, что существенная часть кредитов была номинирована в иностранной валюте (доллары и евро), а также рост себестоимости практически для всех корпораций реального сектора из-за ослабления курса рубля и внутренней инфляции, рост уровня кредитования является недостаточным. При этом большинство предприятий итак являются закредитованными, поэтому в действительности еще больший объем предоставления кредитов корпорациям может иметь негативные последствия для экономики. Источниками развития предприятий действительно должны стать долевые инструменты фондового рынка. Уровень просроченных обязательств по банковскому сектору увеличился с 4% до 7%. Если тенденция увеличения уровня просроченных обязательств не прекратится, то банки для формирования своей прибыли будут покрывать свои убытки за счет увеличения ставок платежеспособным заемщикам. А дальнейшее увеличение процентных ставок делает невозможным инновационное развитие экономики, которое является для России необходимым в условиях отставания в уровне технологического прогресса по сравнению с большинством развитых стран.

При этом, несмотря на то, что банки увеличивают ставки кредитования, количество прибыльных кредитных организаций стремительно сокращалось в рассматриваемом периоде. Всего прибыль за отчетный период отразили по состоянию на 01.06.2016 всего 419 кредитных организаций против 707 кредитных организаций на 01.01.2015. При этом количество убыточных кредитных организаций увеличилось со 126 по состоянию на 01.01.2015 до 265 по состоянию на 01.06.2016. Совокупная прибыль банковского сектора в 2015 году сократилась по сравнению с 2014 годом на 33%.

Исходя из вышеизложенного, можно сделать вывод, что банковский сектор в 2014-2016 годах благодаря регулированию со стороны Центрального Банка России стал в большей степени отражать ситуацию, происходящую в реальном секторе экономики. Общее количество банков сокращается, так как их количество было чрезмерным для уровня развития отечественной экономики. Качество кредитного портфеля объективно падает из-за проблем у корпораций, что приводит к сокращению прибыли банковского сектора, который фактически уже не может стать драйвером развития отечественной экономики, а должен просто осуществлять поддержку реального сектора. С учетом текущего уровня процентных ставок, что не зависит от представителей банковского сектора, которые только формируют свою маржу на рынке, потенциал развития отечественной экономики лежит в сфере развития инструментов долевого финансирования, когда граждане страны станут собственниками бизнеса и основным источником финансирования технологического прогресса.

Для характеристики полной картины взаимодействия между реальным и финансовым секторами в экономике России в 2014 и 2016 годах необходимо рассмотреть аналогично и состояние реального сектора экономики в данном периоде. Однако длительный период предоставления финансовой отчетности корпораций в налоговые органы и длительный период их обработки приводит к тому, что по состоянию на июнь 2015 года в открытом доступе предоставлены только сводная информация по финансовому состоянию крупнейших корпораций России за период 01.01.2014 – 01.01.2015. При этом к крупнейшим корпорациям по методике Банка России относятся все корпорации реального сектора с совокупной стоимостью активов свыше 10 млрд руб.

Таблица 10. Основные показатели финансового состояния крупнейших корпораций России.

	01.10.2014	01.01.2015	01.10.2015
Активы, млрд руб.	-	62 847	67 153
Основные средства, млрд руб.	-	23 007	23 114
Финансовые вложения, млрд руб.	-	21 669	23 958
Собственный капитал, млрд руб.	-	32 932	34 244
Кредиты и займы, млрд руб.	-	19 603	21 378
Долг/Собственный капитал	-	0,60	0,62
Выручка, млрд руб.	20 323	-	21 769
Себестоимость, млрд руб.	13 136	-	14 390
Доля себестоимости в выручке, %	65	-	66
Проценты к уплате, млрд руб.	622	-	1 057
Чистая прибыль, млрд руб.	1 745	-	2 462
Чистая рентабельность, %	9	-	11
Доля компаний с "хорошим" финансовым состоянием, %	36	37	45
Доля компаний со "средним" финансовым состоянием, %	42	41	36
Доля компаний с "плохим" финансовым состоянием, %	22	22	19
Доля собственного капитала в валюте баланса, %	56	52	51
Дефицит инвестиционных ресурсов, %	7	13	11
Доля рентабельных предприятий, %	72	69	74

В 2015 году рост совокупной стоимости активов у корпораций объясним за счет роста уровня цен, что приводит к росту уровня запасов и дебиторской задолженности при одних и тех же объемах производства и при сохранившейся структуре расчетов с поставщиками и заказчиками. Немаловажную роль играют также валютные активы, переоценка которых играет существенную роль на показатель совокупной стоимости активов. При этом повышенный уровень процентных ставок, о котором было написано выше, не позволяет корпорациям осуществлять инвестиционную деятельность в необходимых объемах. Это проявляется в практически стабильном уровне основных средств.

Собственный капитал корпораций в рассматриваемом периоде демонстрирует положительную динамику, что говорит о том, что корпорации реального сектора, несмотря на тяжелую экономическую ситуацию, получают положительную чистую прибыль от ведения своей деятельности. Хотя рост собственного капитала сопровождается также опережающим ростом привлеченных кредитов и займов. При этом по показателю Долг / Собственный

капитал можно отметить возрастающий уровень кредитной нагрузки (с 0,60 до 0,62).

Выручка корпораций продолжает расти, что является стабильным для отечественной экономики, для которой характерны двузначные уровни годовой инфляции. При этом темп роста выручки ниже темпа роста себестоимости, что приводит к увеличению доли себестоимости в выручке с 65% до 66%. На фоне растущего объема валовой прибыли по корпорациям, увеличение ставок по банковским кредитам приводит к тому, что объем процентов к уплате вырос на рассматриваемом периоде на 70% и составил 1 057 млрд руб. Несмотря на это, часть корпораций является наоборот «донором» банковской сферы и размещает депозиты, поэтому процентные доходы реального сектора частично компенсируют потери корпораций на процентах к уплате, что позволяет крупным корпорациям в совокупности отразить рост чистой прибыли на 41% и показать рентабельность деятельности на уровне 11%. По методике оценки финансового состояния корпорации, разработанной Банком России, средний уровень финансового состояния корпораций улучшается в рассматриваемом периоде: доля корпораций с «хорошим» финансовым состоянием выросла с 36% до 45%, а доля корпораций с «плохим» финансовым состоянием наоборот снизилась с 22% до 19%.

Таким образом, можно отметить отсутствие сильных негативных тенденций в деятельности корпораций реального сектора в 2015 году. Доля рентабельных предприятий составляет 74%, что превышает показатель на 01.10.2014, то есть до повышения ключевой ставки Банком России. При этом в экономике России все сильнее проявляется дефицит инвестиционных ресурсов. Большинству предприятий требуется модернизация основных производственных фондов. Инвестиции и инновации требуют существенных капиталовложений. При этом банковский сектор не может рассматриваться как данный источник. С учетом текущего уровня процентных ставок, окупаемость инвестиционных проектов составляет десятилетия, поэтому корпорациям нужны более дешевые источники фондирования. Как было отмечено выше, данными источниками

могут стать только долевые инструменты при наличии развитого фондового рынка.

ГЛАВА 3. МОДЕЛИРОВАНИЕ ПРОЦЕССА ФИНАНСИРОВАНИЯ РЕАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ С ПОМОЩЬЮ ИНСТРУМЕНТОВ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

3.1. Модель выбора источника финансирования инвестиционного проекта.

Основные источники финансирования деятельности корпорации были рассмотрены в Главе 1 данной монографии. Классические модели выбора источника финансирования рассматривают традиционно выбор между собственным финансированием и заемным, не вдаваясь в подробности и особенности каждого из инструментов этих видов капитала. Хотя в качестве собственных источников компания может использовать, как прибыль, накопленную амортизацию, так и размещение своих долевыми ценными бумагами среди открытого круга лиц или действующих акционеров/ участников [104]. В качестве заемного финансирования компания может использовать банковские кредиты, лизинг, размещение долговых ценных бумаг, получение субсидий от государства и т.д.

С точки зрения рассмотрения затрат, которые возникают в корпорации от использования внешних или внутренних источников финансирования, неоспоримым будет утверждение, что использование своих источников будет менее затратным и более эффективным для осуществления финансирования своей операционной деятельности или инвестиционных проектов, так как при использовании внешних источников всегда возникают дополнительные затраты, которые будут сказываться на эффективности и рентабельности деятельности корпорации [78]. Фактически выбор между внутренними и внешними источниками лежит не в сфере оценки эффективности и рентабельности, а в сфере влияния того или иного источника капитала на итоговую стоимость корпорации [140]. Наиболее подробно данный вопрос рассматривался в теоремах и гипотезах Модильяни-Миллера, в сферу анализа данной монографии данный вопрос не входит. При этом в каждый конкретно момент необходимо учитывать

текущее положение корпорации, так как в текущих реалиях у большинства корпораций отсутствует возможность финансировать деятельность только за счет собственных или только за счет заемных источников финансирования [147]. На первое обычно не готовы идти собственники, так как вызывает большое отвлечение ресурсов, на второе обычно не готовы идти кредиторы в лице банков, лизингодателей, покупателей облигаций и лиц, распределяющих государственные субсидии в различных формах. При этом необходимо отметить, что в теории структуры капитала рассматривается общий вопрос о том, как структурировать все источники финансирования деятельности корпорации [21]. В задачи данной главы входит анализ процесса выбора источника финансирования того или иного проекта в каждый конкретный момент деятельности компании, когда менеджеру (генеральному директору, председателю правления или другому уполномоченному лицу) необходимо принять решение, в какой форме и на каких условиях получить средства. Далее приведена классическая модель данного выбора.

Если компания находится в условиях необходимости осуществления инвестиционного проекта, перед менеджером стоит выбор между тремя различными источниками финансирования: собственные средства, банковские кредиты и приобретение имущества в лизинг [95].

Чтобы осуществить приобретение имущества (в качестве которого может выступать оборудование, земельный участок, офисное/ административное/ производственное / складское помещение, транспортное средство) за счет собственных средств, компания должна иметь данные средства на момент приобретения [117]. При этом возмещение понесенных затрат, то есть дополнительная прибыль от покупки данного имущества за счет собственных средств заключается только в возможности предъявить НДС за покупку данного имущества к возмещению (что не является актуальным в случае, если имущество не облагается НДС), а также в возможности начислять на данное имущество амортизацию в установленном порядке (также может не быть актуальным в случае приобретения земельных участков, которые не амортизируются).

Начисление амортизации не приводит к прямым экономическим выгодам, однако позволяет снизить налогооблагаемую базу, к чему стремиться большинство корпораций.

Финансирование проекта за счет банковских кредитов всегда подразумевает уплату процентов, так как одним из принципов банковского ссудного капитала является платность [4], то есть компания понесет дополнительные затраты по приобретаемому имуществу. Аналогично финансированию за счет собственных источников, компания может предъявить НДС к возмещению со всей стоимости имущества, а также получить дополнительную экономию за счет снижения налогооблагаемой базы вследствие начисления амортизации на срок, соответствующий амортизационной группе данного имущества. Дополнительным фактором экономии является снижение налогооблагаемой базы за счет начисленных по банковским кредитам процентов к уплате.

При финансировании деятельности за счет приобретения имущества в лизинг корпорация сталкивается с существенными дополнительными затратами, так как лизинговые компании являются финансовыми учреждениями, схожими по типу деятельности с банковскими институтами. Обычно деятельность лизинговой компании строится на привлечении банковских ресурсов по рыночным ставкам, за счет данных ресурсов лизинговая компания осуществляет приобретением имущества у различных поставщиков для последующей передачи в лизинг. При этом лизинговая компания несет дополнительные расходы в виде административных расходов, а также расходов в части стоимости риска, так как не все лизингополучатели смогут уплачивать в адрес лизинговой компании свои лизинговые платежи, а если лизинговая компания дорожит своей репутацией, то несмотря на это, ей придется осуществлять гашение своих кредитных обязательств в срок и в полном объеме. Для всего этого лизинговая компания должна к стоимости своего фондирования прибавлять определенную маржу, которая за вычетом расходов на содержание лизинговой компании, является прибылью её собственников. В российской практике сложилась

ситуация, когда маржа лизинговой компании закладывается в размере, аналогичном размеру банковской маржи при кредитовании аналогичного сегмента рынка. Это значит, что если лизингополучателем лизинговой компании является компания из крупного корпоративного сегмента, то маржа лизинговой компании относительно стоимости её фондирования у банков будет аналогична марже банка, если бы он напрямую кредитовал данного лизингополучателя, то есть, обращаясь в лизинговую компанию вместо банка, лизингополучатель по факту удваивает маржу, которую ему необходимо уплатить в адрес финансовых посредников. Все вышеизложенное приводит к тому, что объем начисленных процентов по лизинговым операциям превышает объем процентов, которые корпорация должна была бы уплатить по банковским кредитам [118]. На первые взгляд это делает лизинговые продукты невыгодными для корпораций реального сектора, однако в реальности ситуация складывается наоборот. После выхода из кризиса, начавшегося в 2008 году, российские корпорации стали все больше и больше обращаться за финансированием к лизинговым компаниям, если речь шла об обновлении основных производственных фондов, закупке оборудования или транспортных средств. Причина этого кроется в дополнительной прибыли, которую получает лизингополучатель, а именно:

- При приобретении имущества в лизинг, лизингополучатель вправе применять ускоренную амортизацию, которая позволяет снизить срок начисления амортизации до 3 раз;
- В условиях лизингового договора не выделена процентная ставка за пользование ресурсами, проценты уже включены в состав лизингового платежа, что приводит к тому, что НДС начисляется не только на основной долг, но и на сумму процентов, следовательно, лизингополучатель будет иметь возможность предъявить НДС к вычету в большем объеме;
- В качестве снижения налогооблагаемой базы лизингополучатель может использовать не только сумму начисленных процентов за

пользование заемными средствами, но и всю сумму лизингового платежа за вычетом НДС, что существенно снижает налогооблагаемую базу. Касательно данного пункта необходимо сделать оговорку, так как если лизингополучатель является балансодержателем имущества (то есть оно отражается не на балансе лизинговой компании, а на балансе лизингодателя), что обычно определяется по согласованию сторон, то лизингополучатель должен относить на себестоимость в целях снижения налогооблагаемой базы наибольшую из величин амортизации за период или лизингового платежа за период. Учитывая тот факт, что в России распространение получил на текущий момент только финансовый лизинг, то есть когда срок лизинга соответствует сроку амортизации лизингового имущества, величина лизингового платежа превышает сумму амортизационных отчислений, и именно она включается в себестоимость.

В случае необходимости осуществить инвестиционное вложение в форме приобретения оборудования расчет по 3 видам финансирования можно привести в следующем виде (см. таблицу 11):

Таблица 11. Приобретение оборудования за счет различных видов финансирования.

<i>млн руб.</i>	Варианты финансирования		
	Собственные средства	Банковский кредит	Финансовый лизинг
Стоимость оборудования с НДС	1 180	1 180	1 180
Стоимость оборудования без НДС	1 000	1 000	1 000
Проценты по заемным средствам	0	354	425
Дополнительная прибыль	200	271	272
Объем возмещенного НДС	180	180	245
Совокупный объем затрат	800	1 083	1 088
Дисконтированный объем затрат	899	858	839

Предпосылки, заложенные в данных расчетах:

- Стоимость оборудования без НДС составляет 1 000 млн руб.;
- Оборудование облагается НДС по ставке 18%
- Процентная ставка по банковскому кредиту составляет 10% годовых;
- Маржа лизинговой компании составляет 2%, что делает ставку по лизингу равной 12%;
- Компания осуществляет возврат кредита и уплату лизинговых обязательств равными платежами в течение 5 лет;
- Проценты начисляются, исходя из процентной ставки, начисленной на остаток задолженности на начало процентного периода;
- При приобретении имущества за счет собственных средств и за счет банковского кредита компания будет иметь возможность возмещения НДС в течение первого платежного периода;
- Срок амортизации приобретаемого имущества составляет 15 лет, при приобретении имущества в лизинг срок амортизации снижается до 5 лет;

- Для снижения налогооблагаемой базы компания относит на себестоимость всю сумму лизинговых платежей без НДС;
- В случае приобретения имущества в лизинг компания предъявляет НДС к возмещению только по фактически уплаченным лизинговым платежам, то есть возмещение НДС растягивается на 5 лет (срок действия лизингового договора);
- В модели не учитывается уплата налога на имущества, так как он не будет нести различия в разных моделях, за исключением случая приобретения имущества в лизинг, когда балансодержателем имущества выступает лизингодатель, а не лизингополучатель. Тогда корпорация не будет нести обязанность по уплате налога на имущество, однако лизингодатель все равно включит соответствующие сумму в каждый лизинговый платеж, поэтому дополнительной экономии корпорация не получит;
- Ставка дисконтирования равна 10%, то есть стоимости привлечения банковского кредита. При анализе инвестиционных проектов компания вынуждена осуществлять выбор между проектами по степени их эффективности и рентабельности, при этом ставка дисконтирования равна стоимости альтернативного размещения денежных средств при одинаковом уровне риска. В случае выбора источника финансирования ставкой дисконтирования выступает ставка привлечения компанией ресурсов, в качестве которой логично выступает ставка банковского кредитования.

Выводы по получившимся результатам:

- Совокупный объем затрат ожидаемо меньше при финансировании приобретения имущества в случае использования 100% собственных средств;

- Совокупный объем затрат при приобретении имущества за счет кредитных ресурсов и за счет лизинга практически не отличается друг от друга, несмотря на существенный объем процентов по лизинговым обязательствам, которые должна уплатить корпорация. Своеобразная экономия достигается за счет дополнительных выгод в виде большего объема НДС к возмещению;
- При применении дисконтирования по ставке банковского кредитования наиболее выгодным получается приобретение имущества за счет финансового лизинга, наименее выгодным становится финансирование за счет собственных средств. При рассмотрении подобных схем зачастую применяют ставку дисконтирования меньше, чем ставку по банковским кредитам, что приводит к тому, что финансирование за счет собственных средств остается все равно самым выгодным. Однако применение такой ставки в расчетах не оправдано в виду того, что стоимость привлечения ресурсов не может быть ниже стоимости банковского кредитования, так как обычно стоимость использования акционерного капитала существенно выше. Также рентабельность деятельности корпорации должна превышать стоимость использования банковского фондирования, иначе его использование в бизнесе априори не оправдано. При любой ставке дисконтирования больше ставки банковского кредитования, распределение источников финансирования по их эффективности для деятельности корпорации не изменяется. При этом отдельно необходимо выделить, почему лизинг при учете дисконтирования становится выгоднее банковского кредита с учетом небольшого различия совокупных затрат, которые в итоге понесла корпорация. В пользу банковского кредита при учете фактора дисконтирования играет факт единовременного быстрого возмещения НДС, в то время как при лизинге возмещение НДС распределено на весь срок действия

лизингового договора. Однако в пользу лизингового финансирования играет фактор ускоренной амортизации, которая позволяет в течение первых 5, а не 15 лет, как в случае банковского кредитования, существенно уменьшить налогооблагаемую базу, причем не на сумму стоимости имущества без НДС, а на всю сумму лизинговых платежей, которые уплатила корпорация в адрес лизингодателя;

- В данном примере в случае увеличения маржи лизинговой компании свыше 3%, в дисконтированном варианте привлечение банковского кредита будет выгоднее использования лизинговой схемы. Однако маржа лизинговой компании (как и прочих финансовых институтов) обычно растет на фоне общего повышения ставок, поэтому менеджеру будет необходимо проводить анализ выбора источника в каждый конкретный момент времени.

Критика данной модели оценки эффективности источников финансирования деятельности корпорации:

- 1) Данная модель основана на предпосылке, что любая корпорация в любой момент времени имеет доступ ко всем источникам финансового рынка;
- 2) Данная модель не учитывает тот фактор, что ни один банк или лизинговая компания не будут финансировать приобретение имущества на 100% за счет заемных средств. Сложившаяся в российской экономике практика подразумевает обязательное участие корпорации в приобретении необходимого имущества. При этом в зависимости от конкретной экономической ситуации и конкретного инвестора доля собственного участия будет колебаться, при этом тенденцией можно выделить более мягкие требования со стороны банков, чем со стороны лизинговых компаний, которые зачастую готовы идти на финансирование до 90% от стоимости приобретения имущества. Со

стороны банков доля в финансировании проекта в размере 80% является максимальной;

- 3) Модель не учитывает дополнительные затраты, которые понесет корпорация при выборе того или иного источника финансирования. Если корпорация в качестве собственных источников финансирования рассматривает размещение акций и дополнительную эмиссию, то данные процедуры потребуют дополнительных финансовых ресурсов. Если же у компании средства имеются в наличии в свободной форме на момент приобретения, то компании не несёт дополнительных затрат. Если же компания планирует привлечение банковских кредитов или лизинга, то она понесет дополнительные затраты, преимущественно в административной форме, так как одобрение кредита или лизинговой сделки требует предоставление большого количества документов, а также непосредственного участия собственников во встречах с инвесторами, что несомненно отрывает их от текущей работы. При этом одобрение сделки со стороны лизинговой компании обычно проходит в большей степени безболезненно для корпорации, чем одобрение кредита, так как банк несёт больше рисков, чем лизинговая компания в виду того, что не является собственником приобретаемого имущества. Это требует от банка более глубокого анализа рисков и проработки вопроса;
- 4) Данная модель не учитывает другие источники финансового рынка, которые получают распространение в последнее время: размещение облигационных займов, использование аккредитивов с постфинансированием (международных в случае импорта оборудования), эмиссия долевых ценных бумаг (может быть рассмотрена, как собственные средства в модели, однако будет иметь свои особенности), операционный лизинг. При этом если традиционно даже при импорте оборудования, компании привлекают заемные ресурсы в национальной валюте, то при использовании аккредитивов задолженность будет

номинирована в валюте приобретения, что в дальнейшем может привести к дополнительным затратам в случае ослабления курса национальной валюты, что актуально для российской действительности.

Приведенная выше модель рассматривает выбор между источниками финансирования с точки зрения итоговых затрат на привлечение того или иного инструмента финансового рынка, однако их привлечение сопряжено также с затратами административного характера. Это обусловлено тем, что в каждой корпорации должен быть сформирован штат сотрудников, которые будут работать и осуществлять взаимодействие с представителями финансового сектора. Зачастую от того, как построена работа с финансовыми учреждениями, зависит и итоговый продукт, который корпорация получает. В связи с этим, необходимо рассмотреть организацию работы с финансовыми учреждениями для того, чтобы выявить потенциальные слабые места и возможности для оптимизации работы.

3.2. Применение методов теории игр при прогнозировании уровня процентных ставок по инструментам финансового рынка.

Несмотря на наличие достаточного объема прогнозов по развитию российской экономики, тяжело сформировать четкую картину относительно уровня процентных ставок даже на ближайшую перспективу. Существующие прогнозы не содержат четкого и обоснованного плана развития событий и не могут ответить на вопросы, как поведут себя в дальнейшем процентные ставки в экономике, стоит ли ожидать роста объемов кредитования корпораций и населения. В условиях инновационного развития экономики, согласно «Прогнозу социально-экономического развития Российской Федерации до 2030 года», подготовленного Министерством экономического развития РФ, корпорациям в дальнейшем для модернизации основных производственных фондов будут требоваться дополнительные финансовые ресурсы [42, 148]. Однако на текущий момент можно говорить о замедлении темпов роста кредитования реального сектора. В 2013 году многие корпорации стали демонстрировать ухудшающиеся показатели деятельности (зачастую падение выручки, снижение рентабельности и т.д.). Это приводит к более осторожным подходам банков к увеличению своего корпоративного кредитного портфеля. В части кредитования населения, которое также непосредственно влияет на реальный сектор экономики через рост потребления товаров и услуг, предоставляемых компаниями, ситуация также неоднозначная. Первая половина 2013 года ознаменовалась существенным ростом просроченной задолженности физических лиц перед банками. В 2012 году ситуация казалась довольно благоприятной – высокие ставки для кредитов населению, растущие объемы кредитования благотворно влияли на экономику: рынок жилья активно рос, вводился существенный объем новых строительных объектов, население за счет кредитных ресурсов существенно повышало свое потребление и могло позволить себе больше материальных благ. Однако 2013 год показал, что, несмотря на тот факт, что степень закредитованности населения России является низкой относительно западных стран, где население приобретает

преимущественно все в кредит, темпы роста кредитования были слишком высокими, чтобы население подстроилось под свои новые обязательства. Все это привело к существенному росту просроченных обязательств граждан перед банковским сектором, который ответил на это ужесточением требований к заемщикам, более осторожным подходом к кредитованию, а также созданием дополнительных резервов. Данная ситуация особенно сказалась на банках, специализирующихся преимущественно на розничном сегменте [139].

С целью формирования мнения о текущем и возможном будущем уровне процентных ставок в экономике были использованы стандартные методы анализа взаимодействия между разными участниками, применяемые в теории игр. Далее рассмотрено применение данных методов для прогнозирования уровня процентных ставок в отечественной экономике. Применение данных методов в данной сфере поможет получить новый источник прогнозов, которые можно будет использовать для анализа будущего развития экономики РФ.

Модель 1.

В первой модели рассмотрен механизм взаимодействия между финансовым и реальным секторами. Последний не может оказывать прямого воздействия на процентные ставки в экономике. Главной переменной, которую задают корпорации, является объем кредитов, который они запрашивают у банковского сектора, который в свою очередь задает уровень процентных ставок для кредитования корпоративных клиентов, а также сегмента малого и среднего бизнеса. Текущую ситуацию с ухудшением категории качества долгов, приводящую к начислению дополнительных резервов, а значит и отражению прямых убытков в отчетности, банки могут компенсировать более высокой процентной ставкой, то есть более высоким своим доходом. На текущий момент, в условиях отсутствия экономической стабильности, говорить о снижении долговой нагрузки корпораций не приходится, то есть в зависимости от конъюнктуры банковского сектора, корпорации будут либо увеличивать объем заимствований у банков, либо сохраняют его на прежнем уровне, а при наличии потребности в дополнительных внешних финансовых ресурсах будут привлекать

средства другими способами (размещение облигаций, проведение дополнительных эмиссий акций и т. д.). У банков в свою очередь нет реальных предпосылок для снижения процентных ставок. Риски российской экономики растут, так как модернизация идет слишком медленным темпом, корпорациям требуется все больше и больше финансовых ресурсов, что приводит к росту спроса на кредитные средства, поэтому банки будут поставлены перед выбором – либо повышать ставку, либо оставлять ее на прежнем уровне. В случае наличия дополнительного спроса на кредитные ресурсы со стороны реального сектора, вряд ли он будет неудовлетворен со стороны банков, так как кредитование корпоративного сегмента во многом опирается на репутационную и имиджевую составляющую для банков, а кредитование сегмента малого и среднего бизнеса (МСБ) на текущий момент является довольно перспективным, так как приносит банкам большую доходность.

Представим графически сложившуюся ситуацию, при этом в таблице отразим дополнительные доходы – расходы секторов при изменении от текущего положения (см. таблицу 12). Результаты будут указаны не как абсолютная величина, а как отклонение от первоначального состояния. Для каждой комбинации (каждой закрашенной ячейки) вначале указан результат для реального сектора, а затем для банковского.

Таблица 12. Схема взаимодействия реального и банковского секторов в части объемов кредитования и уровня процентных ставок.

		Банковский сектор	
		$io + di$	io
Реальный сектор	$Lo + dL$	$-Lo*di - dL*(io + di); Lo*di + dL*(io + di)$	$-dL*io; dL*io$
	Lo	$-Lo*di; Lo*di$	$(0; 0)$

где:

- io – текущий уровень ставок, под которые кредитуются в банках реальный сектор;
- $io + di$ – итоговая ставка в случае ее роста;

- L_0 – текущий уровень кредитов, который имеет реальный сектор перед банковским;
- $L_0 + dL$ – уровень кредитов реального сектора при его увеличении.

Все ячейки с результатом будем указывать, используя системы координат, где осями выступают исходные данные. Например, результаты банковского и реального секторов при сохранении уровней ставок и кредитного портфеля указаны в ячейке $(L_0; i_0)$, то есть последнем квадранте закрашенной области.

Наиболее сложной для понимания является ситуация одновременного роста кредитного портфеля и уровня процентных ставок по кредитам, поэтому подробно разберем именно эту ситуацию $(L_0 + dL; i_0 + di)$: относительно первоначального уровня у реального сектора возникнут дополнительные расходы по первоначальному кредитному портфелю в размере $L_0 * di$, а также на издержки пойдут повышенные проценты по дополнительному приросту кредитного портфеля в размере $dL * (i_0 + di)$. Для банковского сектора аналогичные величины станут дополнительным доходом. При сохранении текущих уровней ставок и кредитного портфеля, у банков и реального сектора не возникнет дополнительных доходов/расходов – ячейка $(L_0; i_0)$ – поэтому результат при данной стратегии для обоих секторов будет нулевым. Аналогично строятся результаты для случаев роста только одного из рассматриваемых показателей.

Имея таблицу результатов в зависимости от стратегии того или иного сектора, необходимо найти равновесие Нэша, которое легко определяется последовательным исключением доминируемых стратегий [29]. Так вполне логично, что стратегия повышения ставки для банковского сектора является доминантной относительно стратегии ее сохранения на прежнем уровне. Это доказывается тем, что $L_0 * di + dL * (i_0 + di)$ больше, чем $dL * i_0$, а $L_0 * di$ больше нуля. То есть получается, что вне зависимости от того, что предпримет реальный сектор экономики, банковскому сектору будет выгоднее повышать ставки. Для реального сектора доминантной стратегией будет оставить уровень кредитования на текущем уровне, так как тогда реальный сектор понесет меньше

издержек. Следовательно равновесие Нэша будет находиться в ячейке (Lo , $io + di$), то есть соответствовать стратегии сохранения текущих уровней кредитования и повышения ставок со стороны банковского сектора [142].

Недостатком данной модели является отсутствие рассмотрения прочих факторов, как например наличие фондирования у банков, наличие финансовых возможностей у реального сектора платить повышенные проценты по своим обязательствам и т.д.

Модель 2.

Вторая модель рассматривает потенциально возможную ситуацию с объемом депозитов, который реальный сектор размещает в банках. В отличие от объемов кредитования, которые в большинстве своем характеризуются нуждами бизнеса, депозиты размещаются корпорациями не только при наличии излишних денежных средств, но и при оправданных уровнях процентных ставок. Банки же напротив имеют прочие источники фондирования, и главным инструментом регулирования объема депозитов для них является уровень процентных ставок, которые они предлагают своим клиентам по депозитам.

Рассмотрим ситуацию, когда вначале банк принимает решение об изменении (увеличении или уменьшении) процентных ставок или об их сохранении на текущем уровне, а реальный сектор экономики в ответ принимает решение о том, сохранить или изменить объем размещаемых в банках депозитов (см. рис. 1).

Для простоты расчетов рассмотрим числовой пример. Из приведенных результатов будет видно, что конкретные значения здесь не будут иметь ключевого значения, но позволят сохранить логику и результаты данной модели.

$Do = 100$ усл. ед. = первоначальный объем размещенных реальным сектором депозитов в банках;

$dD = 10$ усл. ед. = изменение объема депозитов в случае соответствующего изменения процентной ставки (при росте ставки, корпорации будут размещать больше депозитов);

$i = 10\%$ = первоначальная ставка по размещенным депозитам реального сектора (взята условно для простоты расчетов);

$di = 1\%$ = шаг изменения процентной ставки банковским сектором.

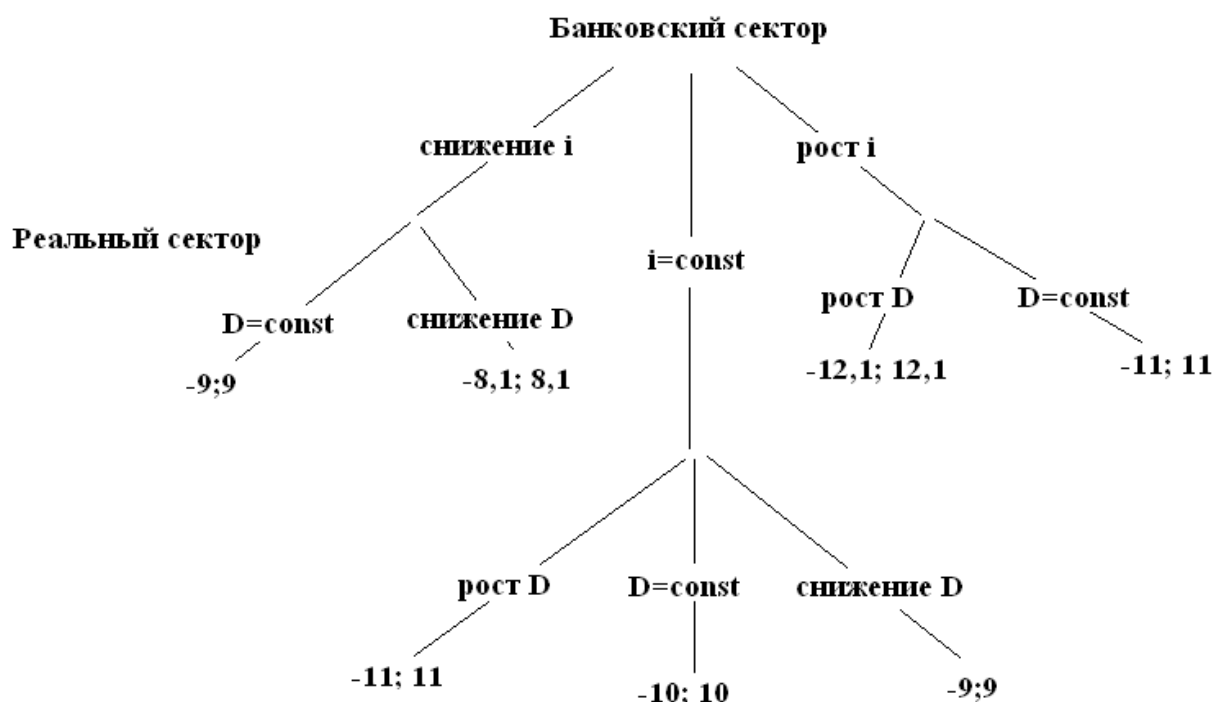


Рис. 1. Дерево стратегий.

Дерево стратегий основано на предположении о том, что один сектор будет действовать именно в ответ на действия другого сектора. В данном случае реальный сектор будет определять объем депозитов в ответ на ту процентную ставку, которую ему предложит банковский сектор. Основываясь на рациональном поведении участников варианты (снижение процентной ставки по депозитам; рост объема депозитов), а также (рост процентной ставки по депозитам; снижение объема депозитов) рассмотрены не были, как маловероятные.

На рис. 1 приведены данные о фактических доходах/расходах, которые приобретут/понесут оба сектора. Результаты банковского сектора являются всегда отрицательными, так как депозиты обуславливают у банков расходы в виде уплаченных процентов. Если бы рассматривались результаты относительного текущего положения, то результаты обоих секторов были бы как

положительными, так и отрицательными, однако это бы не изменило итоговых результатов.

Например, при стратегии (снижение i , снижение D) очевидно, что при приведенных числах снижение процентной ставки по депозитам до 9% приведет к снижению объема размещенных депозитов до 90 усл. ед., что в свою очередь приведет к снижению процентного дохода реального сектора до $90 \cdot 9\% = 8,1$ ед. Для банковского сектора это станет соответствующим расходом.

Для нахождения равновесия Нэша в данном случае необходимо использовать обратную индукцию, то есть найти то решение, которое предпримет банковский сектор при условии того, что он знает, как отреагирует на его действия реальный сектор. Так при повышении ставки по депозитам со стороны банковского сектора, реальный сектор обеспечит рост депозитного портфеля, так как в данном случае реальный сектор сможет заработать 12,1 усл. ед. против 11 усл. ед., которые бы он получил, если бы оставил уровень депозитов на текущем уровне. В данном случае на расходы банковского сектора придется 12,1 усл. ед. Аналогично, при сохранении процентной ставки на текущем уровне, банковский сектор понесет расходов на 11 усл. ед., а при снижении процентной ставки на 9 усл. ед. С целью минимизации своих расходов банковский сектор снизит процентную ставку по депозитам для реального сектора, так как согласно данной модели, реальный сектор оставит объем депозитов на текущем уровне с целью получения максимального дохода.

Выводы по модели 1 и 2:

Несмотря на тот факт, что данные модели являются сильно упрощенными и не учитывают множества других факторов, они, во-первых, демонстрируют возможность применения методов теории игр при анализе взаимодействия реального и финансового секторов экономики, а во-вторых, косвенно подтверждают тот факт, что корпорации в России зачастую оказываются «заложниками» условий, которые диктуют им банки, так как в обеих моделях было продемонстрировано, что банковский сектор может безнаказанно

увеличивать ставку по кредитам и снижать по депозитам, при этом не потеряет в объемах по обоим портфелям.

Модель 3.

В третьей модели рассмотрен процесс взаимодействия между банками внутри одной отрасли с целью определить, есть ли у банков реальные мотивы для отклонения от их текущего состояния в части процентных ставок, учитывая, что объем кредитования останется на текущем уровне. Изменение ставок в одних банках при стабильных или снижающихся ставках в других будет способствовать переходу клиентов из первых банков во вторые [31]. Для анализа банки условно были разбиты на банки с государственным участием (как функционирующие на особых условиях с наличием более дешевого фондирования) и коммерческие банки. К первой Группе отнесли 4 банка – СБЕРБАНК РОССИИ, Банк ВТБ, Россельхозбанк и Газпромбанк. С целью элиминации сезонных факторов для анализа уровня процентных ставок по кредитам были взяты данные финансовой отчетности на конец последнего завершившегося финансового года (на 31.12.2012). Совокупный объем кредитного портфеля государственных банков на конец года составил 18 039 млрд руб. со средней ставкой кредитования в размере 11,2% годовых [49]. Чтобы проанализировать уровень процентных ставок по частным банкам, были использованы данные по кредитному портфелю и процентным доходам по 15 крупнейшим частным банкам по кредитному портфелю, так как не представляется возможным проанализировать все банки, функционирующие на территории РФ. Средняя ставка по частным банкам была получена в размере 13,2% при совокупном кредитном портфеле (по всем банкам, а не только по 15 крупнейшим) в 15 921 млрд руб. [49]. С целью анализа результатов от применения тем или иным сегментом банковского сектора различных стратегий было сделано предположение о том, что если один сектор снижает процентные ставки (было использовано значение в 1%), а другой оставляет их на текущем уровне, то первый сектор получит приток по кредитному портфелю,. Причем

если один сектор снижает ставку (-1%), а другой повышает (+1%), то приток по кредитному портфелю составит еще большую величину. Таким образом, в модели будут заложены 2 переменные:

- Величина «переходящего» кредитного портфеля при увеличении разницы в ставках на 1%;
- Величина «переходящего» кредитного портфеля при увеличении разницы в ставках на 2% (когда один увеличил, а другой снизил; см. таблицу 13).

Необходимо отметить, что тот факт, что у государственных банков более дешевые кредитные ресурсы, не приводит к тому, что все клиенты кредитуются именно у них. Кредитование в государственных банках связано с дополнительными издержками для всех клиентов, а также затруднено из-за бюрократических формальностей. Для получения кредита, открытия кредитной линии или овердрафта любой компании необходимо предоставить в государственный банк существенный объем справок, писем и прочих документов, подготовка которых приводит к дополнительным трудозатратам человеческих ресурсов. Также зачастую там имеются дополнительные комиссии: за выдачу кредитных средств, открытие ссудного счета, за неиспользованный лимит и прочие. Процедура кредитования в частных банках в большинстве своем упрощена и больше нацелена на итоговый результат, чем на соблюдение формальных требований кредитной процедуры.

Таблица 13. Результаты применения стратегий при переменных в объеме 1 трлн. руб. и 2 трлн. руб. соответственно.

Сценарий 1							
		Гос. Банки					
		10.2%		11.2%		12.2%	
Частные банки	12.2%	1 947	1 844	2 069	1 912	2 192	1 961
	13.2%	1 974	1 946	2 106	2 025	2 239	2 083
	14.2%	1 981	2 049	2 123	2 137	2 567	2 205

В ячейках указаны процентные доходы обоих секторов от применения той или иной стратегии.

Данный результат представляется маловероятным, так как в случае увеличение разницы в процентных ставках двух секторов на 1% переток кредитного портфеля из одного сектора в другой составит 1 трлн. руб., то есть менее 3% от совокупной величины кредитного портфеля всех банков. В текущих непростых экономических условиях, в которых функционирует российская экономика, можно ожидать более существенного движения. Однако именно в этом варианте получается так, что равновесие Нэша находится при комбинации стратегий обоих секторов на повышение ставки (14,2%, 12,2%). Логически это обосновывается тем, что если банки имеют такое положение на рынке, что повышение ими ставки по кредитным ресурсам в одностороннем порядке практически не приведет к снижению кредитного портфеля, то есть у клиентов практически нет выбора, где кредитоваться, то банки будут безнаказанно повышать ставки и получать большие процентные доходы.

При большей мобильности кредитного портфеля, что представляется более вероятным, ситуация будет несколько иной (см. таблицу 14).

Таблица 14. Результаты применения стратегий при переменных в объеме 2 трлн. руб. и 3 трлн. руб. соответственно.

Сценарий 2 (млрд руб.)							
		Гос. Банки					
		10.2%		11.2%		12.2%	
Частные банки	12.2%	1 947	1 844	2 192	1 800	2 314	1 838
	13.2%	1 842	2 049	2 106	2 025	2 371	1 961
	14.2%	1 839	2 151	1 981	2 249	2 567	2 205

В случае, если кредитный портфель в экономике является более мобильным, равновесие Нэша будет находиться в комбинации стратегий обоих секторов на понижение ставки (12,2%, 10,2%), то есть ситуация полностью противоположная предыдущей. Использование последовательного элиминирования доминируемых стратегий здесь не представляется возможным,

так как они отсутствуют. Однако если основываться на рациональном поведении каждого участника, нахождение равновесия Нэша не будет являться трудной задачей. Можно последовательно рассмотреть каждую комбинацию стратегий и понять, что все они приводят к стратегии (12,2%, 10,2%). Например, если банковский сектор окажется в (14,2%, 12,2%), то государственные банки снизят процентную ставку до 11,2%, так как при стратегии (14,2%, 11,2%) они получают больший доход (2249 млрд руб. > 2205 млрд руб.). При ставке гос. банков в 11,2% частные банки снизят ставку до 12,2%, так как это позволит им получить 2192 млрд руб. вместо 1981 млрд руб. В ответ государственные банки снизят ставку до 10,2%, то есть приведут сектор к равновесию Нэша, так как из этой комбинации стратегий у банков уже нет стимулов переходить.

Однако данная логика действует только при рассмотрении ситуации в одном моменте. Если же рассмотреть более реальную ситуацию, когда банки выбирают стратегии, основываясь и на будущих потоках доходов, причем учитывая временную стоимость денег, то ключевой станет ставка дисконтирования, под которую банки будут дисконтировать будущие потоки.

Ситуация в долгосрочной перспективе выглядит следующим образом: банковский сектор находится в текущем равновесии (13,2%; 11,2%). При этом в равновесии Нэша доходы каждого сегмента будут меньше, чем в текущем состоянии. Следовательно, возможна ситуация, что в текущий момент у каждого участника есть кратковременный стимул понизить ставку (например, частные банки снизят ставку до 12,2%), что приведет единовременно к более высокому доходу (2192 млрд руб. вместо 2106 млрд руб.), однако затем и второй участник снизит ставку (в примере, государственные банки до 10,2%), и сектор придет к равновесию Нэша. При этом в дальнейшем первоначально снизивший ставку сегмент будет получать меньше, чем получал изначально, то есть для того, чтобы он отклонился от текущего равновесия, краткосрочная выгода для него должна существенно превышать потери в долгосрочной перспективе, что возможно только при достаточно высокой ставке дисконтирования. Также при отклонении одного из сегментов от текущего равновесия объем его доходов в

первый год будет существенно зависеть от того объема кредитного портфеля, который он сможет «перетянуть» из другого сегмента за счет снижения ставки. Если принять ставку дисконтирования для сегмента частных банков в размере их текущей ставки по кредитному портфелю (13,2%), то значение первой переменной в модели должно составить 11,2 трлн. руб. для того, чтобы у частных банков возник стимул для снижения ставки и получения больших доходов в долгосрочной перспективе. Данное значение (11,2 трлн. руб.) составляет 62% от текущего кредитного портфеля государственных банков. То есть для того, чтобы частные банки сыграли на понижение ставки с целью получения большей выгоды, они должны быть уверены, что 62% кредитного портфеля государственных банков сразу перейдет к ним. Данное значение является слишком большим, чтобы быть правдой. Многие компании могут кредитоваться только в государственных банках и не перейдут в частные только из-за снижения последними процентной ставки. На государственные банки завязаны зачастую целые отрасли и корпорации (ВПК, сельское хозяйство, РЖД и прочие), поэтому согласно данной модели объективных предпосылок для снижения процентных ставок со стороны частных банков нет. Аналогичную логику можно применить и к государственным банкам. Следовательно, в текущих рыночных условиях предпосылок для снижения ставок по кредитным обязательствам нет.

Таким образом, как было показано выше, рассматривая текущую экономическую ситуацию в России можно применять стандартные методы анализа взаимодействия между разными контрагентами, которые разработаны классической теорией игр. Однако простейшие модели не могут давать надежных и адекватных реальности результатов ввиду того, что не учитывают множество прочих факторов. Если же учитывать большее количество факторов и основываться на текущих статистических и финансовых показателях отраслей, применяемые методы в состоянии давать логическое обоснование будущей экономической ситуации в стране [57].

Во 1 главе исследования было показано, что корпорации могут использовать для финансирования своей деятельности, как им выбрать конкретный финансовый продукт, как построить систему взаимоотношения с финансовыми учреждениями и как можно построить систему прогнозирования для принятия будущих решения в части инструментов финансового рынка.

3.3. Организация службы по привлечению инструментов финансового рынка.

Финансовая работа в корпорации — это часть его управленческой функции, это специфическая деятельность, направленная на своевременное и полное обеспечение корпорации финансовыми ресурсами и их эффективное использование в целях обеспечения расширенного воспроизводства и выполнения всех его финансовых обязательств перед другими субъектами рынка и государством. Сама же организация управления финансами на конкретных корпорациях зависит от ряда факторов: форм собственности, организационно-правового статуса, отраслевых и технологических особенностей, характера производимой продукции (оказываемых работ, услуг), размеров (масштабов) бизнеса и др. [63].

В большинстве крупных корпораций и корпорациях РФ привлечением финансовых ресурсов занимается отдел корпоративных финансов, реже — казначейство. На малых и средних корпорациях эта функция чаще всего отдана в ведомство бухгалтерии или финансовой службы, так как на данных корпорациях, как правило, нет отдельно выделенных отделов по привлечению финансирования или казначейства.

Для рассмотрения различных структур отделов по привлечению финансовых ресурсов в отечественной экономике необходимо условно разделить корпорации на 4 группы по величине годовой выручки:

- 1) малые корпорации (выручка до 400 млн руб.);
- 2) средние корпорации (выручка от 400 млн руб. до 1 млрд руб.);
- 3) крупные корпорации (выручка от 1 млрд руб. до 10 млрд руб.);
- 4) корпорации (выручка от 10 млрд руб.).⁵

Организация отдела на малых корпорациях:

В связи с ограниченностью ресурсов, как финансовых, так и человеческих, небольшие компании не могут позволить себе иметь в штате отдельных специалистов по привлечению финансирования. Вопросами привлечения

⁵ Классификация компаний по размерам составлена автором.

источников финансирования зачастую занимается генеральный директор (обычно собственник компании) и главный бухгалтер, который на корпорациях данного масштаба может заниматься даже вопросами формирования финансовой стратегии.

Главная цель финансового подразделения корпорации малого бизнеса — постановка бухгалтерского учета и налоговая оптимизация. Руководство небольших компаний зачастую считает налоговую оптимизацию чуть ли не единственной задачей финансовой службы и уделяет этому вопросу чрезмерное внимание. Поэтому малой корпорации достаточно бухгалтерской службы, во главе которой стоит главный бухгалтер. Управленческий учет на малых корпорациях часто не ведется, либо им в упрощенном виде занимается сам руководитель (см. рис. 2).

Так как компании малого бизнеса не размещают свои акции или облигации на торговых площадках и биржах и не имеют отдельных специалистов, занимающихся привлечением финансирования, они часто испытывают проблемы при взаимодействии с представителями финансового рынка, то есть банками и лизинговыми компаниями. Документы и отчетность, что они подают в банки в рамках заявки на кредитование, зачастую не соответствуют требованиям, а в некоторых случаях компании в попытке получить финансирование подают заведомо ложную информацию и приукрашивают свое истинное финансовое положение.

Учитывая данные особенности, в финансовых учреждениях выделяют специальные отделы по работе с клиентами малого бизнеса, которые умеют найти подход к собственникам (руководителям) и помочь им определиться именно с той структурой финансирования, которая необходима данной корпорации.

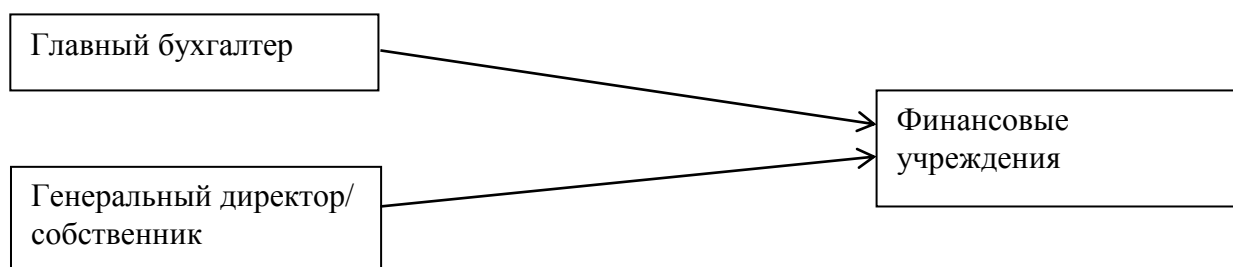


Рис. 2. Примерная структура взаимодействия малой корпорации с финансовыми учреждениями

Организация отдела на средних корпорациях:

С ростом бизнеса появляется необходимость в усложнении финансовой функции, а именно формировании финансовой политики, бюджетирования и управленческого учета. Наряду с этим возникает потребность в финансовом планировании, работе с дебиторской и кредиторской задолженностью, в формировании кредитной политики. Перед финансовым директором среднего бизнеса стоят задачи: планирование и оптимизация денежных потоков, управление затратами, привлечение дополнительных финансовых ресурсов, а также контроль над ведением бухгалтерского и налогового учета. Бухгалтерия тоже входит в финансовый блок компании, но лишь как учетная единица, которая собирает всю финансовую информацию со всех подразделений и составляет сводную финансовую отчетность компаний для налоговых органов и других заинтересованных лиц. Основными функциями планово-экономического отдела, который появляется на корпорациях среднего бизнеса и входит в финансовый блок, являются: разработка методологии управленческого учета, подготовка бюджетов подразделений, инвестиционные расчеты, экономические оценки и другая аналитическая работа.

Функцию казначея на корпорациях среднего бизнеса выполняет сам финансовый директор, отчитываясь при этом перед генеральным директором (см. рис. 3).

Необходимо отметить, что в некоторых компаниях главного бухгалтера повышают до финансового директора, вменяя ему функции казначея и требуя от

него еще и ведения бюджетирования. Но такая структура часто не бывает эффективной. Основная причина — главный бухгалтер не может в одно мгновение поменять свое восприятие деятельности компании с учета «прошлого» на планирование «будущего».



Рис. 3. Примерная структура взаимодействия средней корпорации с финансовыми учреждениями

Организация отдела на крупных корпорациях:

Чем крупнее бизнес, тем актуальнее обеспечение прозрачности и управляемости его многочисленными подразделениями. Для крупного бизнеса одной из первостепенных задач становится оперативное получение информации по текущему состоянию, результатам деятельности отдельных подразделений и консолидированным данным по компании в целом. Поэтому на крупных корпорациях структура финансовой службы более сложная, и в ней можно выделить три направления: планово-аналитическое, учетно-контрольное и оперативно-управленческое.

Первое направление отвечает за вопросы прогнозирования, планирования финансовой деятельности и организации финансовых потоков; второе — осуществляет учет, финансовый контроль и обеспечение финансовой информацией различных заинтересованных лиц; третье — предполагает постоянный мониторинг количественных и качественных характеристик его финансовых отношений и финансовых потоков.

Для работы в финансовой службе крупной организации привлекаются как финансовые менеджеры широкого профиля (для общего руководства финансовой деятельностью), так и функциональные финансовые менеджеры

(для осуществления специализированных функций управления в одной из сфер финансовой деятельности — менеджер по управлению инвестициями, риск-менеджер и т. п.).

В крупных организациях структура финансовой службы может быть представлена финансовым департаментом со следующими структурными подразделениями: планово-экономическим отделом (управленческого учета и бюджетирования), бухгалтерией, казначейством, реже отделом корпоративных финансов. При этом работу по привлечению финансовых ресурсов осуществляет казначейство, либо отдел корпоративных финансов (см. рис. 4).

Кроме того, в крупном бизнесе финансовый департамент может быть дополнен отделами МСФО (международных стандартов финансовой отчетности), налогового планирования, внутреннего аудита и отделом по управлению рисками.

При такой организации финансовой службы каждый отдел выполняет определенные функции, а общее руководство финансами осуществляет ключевая фигура финансового департамента — финансовый директор. Он определяет политику и общее направление развития организации в области финансов; обеспечивает соблюдение законодательства, регулирующего финансовую деятельность организации; утверждает принципы, методологию и формы управления финансами организации; определяет целевую структуру консолидированного баланса компании; является представителем компании при взаимодействии с финансово-кредитными организациями; контролирует реализацию кредитной политики компании; принимает все ключевые решения в области финансов и отчитывается перед руководством компании при принятии этих решений.

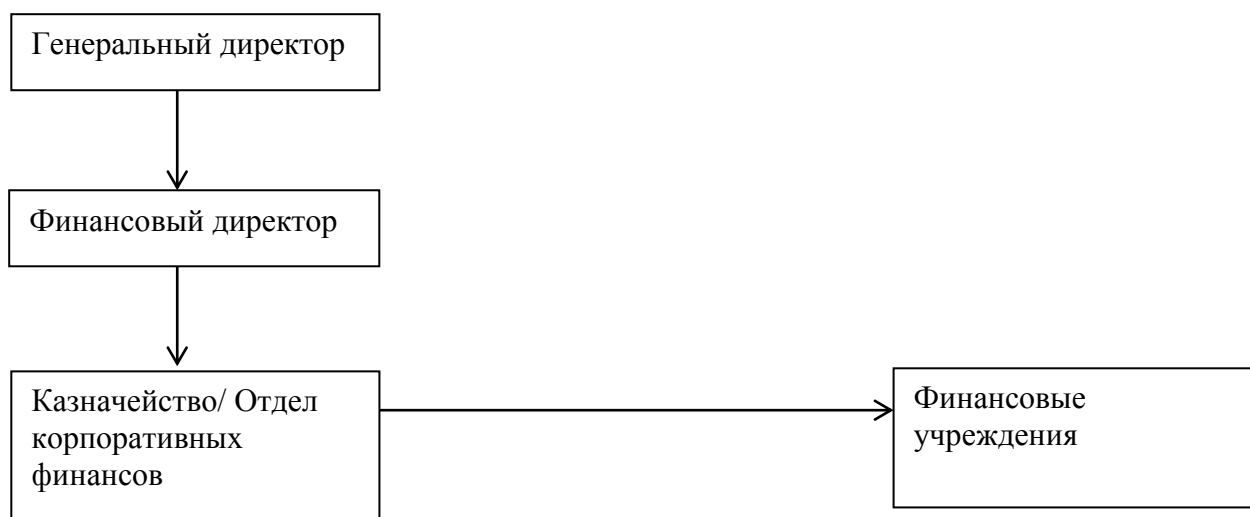


Рис. 4. Примерная структура взаимодействия крупной корпорации с финансовыми учреждениями

Казначейство занимается главным образом управлением текущей ликвидностью, взаимодействием с банками, приобретением валюты и размещением средств на депозитах, а также платежами. Если в компании сформирован еще и отдел корпоративных финансов, то помимо привлечения финансирования в его функции еще могут войти: деятельность, связанная со слияниями и поглощениями; эмиссией ценных бумаг и покупкой ценных бумаг других эмитентов; управление инвестиционным портфелем организации и др.

Организация отдела в корпорациях:

В крупных корпорациях разделение функционала между персоналом проявляется как при выполнении текущей работы, так и при работе финансовой службы. В связи с большим объемом работы по каждому инструменту финансового рынка, который может выступить источником финансирования деятельности корпорации, зачастую в корпорациях созданы специальные отделы по работе с отдельными финансовыми учреждениями. Ниже представлена расширенная структура организации отделов по привлечению финансирования, количество и разновидность данных отделов зависит от того какие финансовые

инструменты используются для финансирования деятельности корпорации (см. рис. 5).



Рис. 5. Примерная структура взаимодействия корпораций с финансовыми учреждениями

Исходя из рассмотренных выше различных структур по привлечению финансирования в зависимости от размера компании, можно выделить определенные проблемы в организации отделов по привлечению финансирования в них и дать рекомендации по их разрешению (см. таблицу 15).

Таблица 15. Проблемы организации работы по привлечению финансовых ресурсов и рекомендации по их устранению.

Проблема	Рекомендация
В малых корпорациях руководство обладает низким уровнем знаний по привлечению банковского финансирования и имущества в лизинг, не знает преимущества тех или иных продуктов. Также у таких корпораций часто нет кредитной истории, и они не могут продемонстрировать образцовую отчетность, что затрудняет их кредитование финансовыми учреждениями или делает стоимость привлекаемых финансовых ресурсов крайне высокой.	Посещение руководством компаний тренингов/курсов повышения квалификации, проводимых в том числе представителями финансовой сферы. Построение долгосрочных взаимоотношений с финансовыми учреждениями: например, первоначально рекомендуется обратиться в банк за малой суммой кредита или за каким-либо другим продуктом (гарантией и т.п.). В дальнейшем, при успешном взаимодействии, банк сможет предоставить кредитование компании в большем объеме и под более привлекательные ставки.
В средних корпорациях слишком большой объем работы по привлечению финансовых ресурсов (сбор документов, их передача кредитору и т.д.) «ложится на плечи» финансового директора, который выполняет множество других функций. Проблема долгосрочного выстраивания отношений с банками здесь также присутствует, как и у корпораций малого бизнеса.	Поиск возможностей / дополнительных финансовых ресурсов для найма финансового менеджера в помощь финансовому директору, что потенциально позволит сэкономить затраты и получить более качественный продукт от кредитора.
В крупных холдингах зачастую имеется множество компаний, каждая из которых занимается привлечением финансовых ресурсов самостоятельно, зачастую без уведомления головной организации, что приводит к низкому качеству предоставляемой информации в финансовые учреждения и долгой работе по структурированию финансирования.	Определение четкой политики по привлечению финансовых ресурсов на ближайшие 5 лет, доведение стратегии до финансовых директоров всех компаний холдинга, контроль за соблюдением утвержденной руководством стратегии, построение единой системы учета, когда данные в финансовые учреждения по всем компаниям группы может предоставить одно структурное подразделение.
В корпорациях зачастую происходит противоборство между отделами, функции которых в части привлечения финансирования пересекаются, возникают внутрикорпоративные конфликты. В ряде корпораций привлечение финансовых ресурсов может происходить не исходя из законов рынка, а по указанию высшего менеджмента/ собственников/акционеров, что с финансовой точки зрения не всегда бывает экономически	Жесткая централизация организации работы в руках финансового директора или начальника управления по работе с финансовыми учреждениями / инвесторами, жесткая регламентация зон ответственности, закреплённая документально.

Помимо описания структуры отделов по привлечению финансирования компаний разного уровня, их взаимодействия с финансовыми учреждениями и основных проблем, необходимо рассмотреть в целом основные функции финансовых менеджеров, занимающихся формированием и использованием финансовых ресурсов любой корпорации:

- финансовый анализ и планирование (прогнозирование) — формулирование общей финансовой стратегии; составление стратегических и текущих финансовых планов; участие в подготовке бизнес-планов; формирование инвестиционной, ценовой, кредитной, дивидендной и других политик; финансовый анализ для облегчения принятия управленческих решений, финансовый контроль;
- управление источниками финансирования своей деятельности — выбор внешних и внутренних, краткосрочных и долгосрочных источников финансирования корпорации; проведение анализа условий их формирования, расчет цены; проведение оценки целесообразности привлечения заемных и использования собственных средств; осуществление расчета стоимости капитала; формирование оптимальной и эффективной структуры капитала корпорации;
- управление инвестиционной деятельностью — проведение оценки эффективности инвестиционных решений, оценка финансового риска деятельности корпорации; поиск оптимальной структуры источников финансирования капитальных затрат (внеоборотных активов) с точки зрения соответствия ликвидности активов срокам погашения источников, которые их финансируют; осуществлений операций купли-продажи с ценными бумагами; управление портфелем инвестиционных активов;
- управление операционной деятельностью (оборотными средствами) — расчет потребности в оборотных средствах на

основании практических методик и приведение структуры оборотных активов к эффективной форме; управление запасами; управление дебиторской задолженностью; финансирование операционной деятельности и синхронизация денежных потоков с целью обеспечить платежеспособность корпорации) и соответствие ее исходящих и входящих платежей; обеспечение своевременного погашения обязательств корпорации перед бюджетом, кредитными учреждениями, поставщиками, персоналом;

- построение системы отношений с финансовыми учреждениями и другими корпорациями в части денежных расчетов (в наличной и безналичной форме), привлечение кредитных ресурсов, операции с ценными бумагами, расчетно-кассовое обслуживание и т. д.

В российских условиях в субъектах малого предпринимательства обязанности финансового менеджера зачастую исполняет главный бухгалтер или главный экономист в составе планово-экономического отдела. Хотя бесспорным является тот факт, что наличие в корпорации финансового менеджера или финансового отдела, есть обязательный фактор для успешного развития предприятия [120]. Это обуславливается тем, что деятельность бухгалтера направлена на рассмотрение итогов хозяйственной деятельности в прошлые отчетные периоды. Задачей финансового менеджера является обеспечение успешного развития предприятия в дальнейшем.

Финансовый менеджер любой корпорации — это специалист с достаточно высоким уровнем квалификации, он должен владеть как навыками и знаниями финансов, в частности финансового менеджмента, так и иметь глубокие познания бухгалтерского учета. Помимо этого, он должен быть специалистом в части банковского дела, страхования, рынка ценных бумаг, налоговой системы страны. Для ведения успешной деятельности финансовый менеджер должен уметь принимать взвешенные и рациональные решения, для чего он должен обладать следующими качествами:

- иметь понимание того, что корпорация является частью бизнес среды в конкурентном окружении, и её деятельность направлена на извлечение прибыли;
- умение выделить основные возможности и угрозы, с которыми сталкивается корпорация в своей деятельности;
- умение анализировать баланс спроса и предложения на рынках капитала, понимать основы ценообразования на нем.

Построение системы управления финансами корпорации, включая конкретный штат персонала для выполнения её функций, производится на всех предприятиях по-разному, что зависит как от сферы деятельности корпорации, так и от масштабов её деятельности.

Собственники, совет директоров, правление, генеральный директор и финансовый директор всегда находятся в условиях неопределенности относительно их будущего взаимоотношения с финансовыми учреждениями, ситуацией на финансовом рынке и будущим уровнем процентных ставок. Безусловно, это все зависит от политической ситуации в стране, конкретных решений руководства государственного аппарата, однако в любой организации необходимо осуществлять построение системы прогнозирования своего будущего развития. Данная система прогнозирования должна включать в себя и прогнозирование основных макроэкономических параметров, как уровень процентных ставок. При построении данной системы прогнозирования автор предлагает воспользоваться инструментами теории игр для анализа взаимодействия между участниками рынка.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Для современного этапа развития российской экономики у корпораций имеется высокая потребность в инструментах финансового рынка для финансирования своей деятельности. Низкая маржинальность практически во всех отраслях, за исключением компаний, ориентированных на экспорт, приводит к тому, что за счет прибыли компании не могут сформировать достаточные резервные фонды для финансирования своих инвестиционных программ, а зачастую и для покрытия своего кассового разрыва. Финансовый рынок в России относительно молод и не может быть охарактеризован, как высокоразвитый. Одной из самых главных задач, которая стоит перед представителями финансового сектора, является предоставление наиболее эффективных инструментов на рыночных условиях для финансирования деятельности корпораций реального сектора отечественной экономики.

Международная (в первую очередь западная) практика показывает, что для развития конкурентного финансового рынка необходимо комплексное развитие различных финансовых отраслей – фондового рынка, банковского сектора, лизинговых компаний, рынка факторинговых услуг и прочих. Развитие всех данных отраслей позволяет экономике предлагать корпорациям широкий спектр финансовых услуг в зависимости от их конкретных потребностей в определенный период времени. При этом из-за высокой конкуренции на рынке и отсутствия монополизирующих игроков уровень процентных ставок отражает реальную стоимость денег в экономике с учетом степени риска, который присущ той или иной сделке.

Для многих российских компаний, в частности, для средних, малых и инновационных корпораций, только эффективные инструменты финансового рынка на сегодняшний момент являются приемлемым механизмом привлечения инвестиционного капитала вследствие следующих причин: нехватки собственных средств для дальнейшего роста, достижения критического соотношения собственных и заемных средств, необходимости защиты от конкурентов, недостаточно развитого венчурного финансирования [90].

В настоящем исследовании показана роль инструментов финансового рынка для компаний различных сфер деятельности, и приведен механизм выбора наиболее эффективного из них в каждый конкретный период времени в зависимости от потребности корпорации. Реализация данного выбора осуществляется через определение всех возможных источников финансирования, расчета всех денежных затрат, которые понесет общество при использовании данного инструмента, а также вычета из данных затрат всех дополнительных льгот, которые может получить или применить корпорация за счет данных источников. Данные льготы представлены преимущественно меньшей суммой уплачиваемых налогов, более быстрой амортизацией, перенос сроков платежа на более длительные периоды или прочее. Только учет всех факторов, включая альтернативную прибыль, позволит корпорации оценить реальную стоимость фондирования при привлечении того или иного источника.

Использование потенциала отечественного финансового рынка при формировании источников финансирования деятельности корпораций связано с организацией работы по взаимодействию с финансовыми учреждениями в организациях реального сектора [131]. Структура службы по работе с финансовыми учреждениями в первую очередь зависит от масштабов деятельности корпорации, что сказывается на наличии средств и количестве персонала, которое может быть выделено на реализацию данной функции. При этом в зависимости от реальной формы организации службы по работе с финансовыми учреждениями у отечественных корпораций возникают те или иные трудности.

Предложения, выдвинутые в рамках исследования, по оптимизации работы финансовых служб в РФ:

- 1) В малых корпорациях руководству следует на регулярной основе посещать тренинги/курсы повышения квалификации, проводимых в том числе представителями финансовой сферы. Необходимо проводить работу по построению долгосрочных взаимоотношений с финансовыми учреждениями.

- 2) В средних корпорациях руководству необходимо осуществлять поиск возможностей / дополнительных финансовых ресурсов для найма финансового менеджера в помощь финансовому директору, что потенциально позволит сэкономить затраты и получить более качественный продукт от потенциальных кредиторов.
- 3) В крупных холдингах руководству необходимо более детально заниматься определением четкой политики по привлечению финансовых ресурсов на ближайшие 5 лет, доведением стратегии до финансовых директоров всех компаний холдинга, контролем за соблюдением утвержденной руководством стратегии, построением единой системы учета.
- 4) В корпорациях необходимо осуществлять жесткую централизацию организации работы в руках финансового директора или начальника управления по работе с финансовыми учреждениями / инвесторами, а также жесткую регламентацию зон ответственности.

Использование потенциала рынка финансовых инструментов напрямую связано с предсказуемостью будущего развития финансовой системы страны, в первую очередь в части уровня процентных ставок. Сравнивая уровень ставок, который отражается стоимостью заемного капитала, с собственным уровнем операционной рентабельности, отечественные корпорации могут проанализировать, целесообразно ли привлечение инструментов финансового рынка для финансирования своего кассового разрыва или инвестиционной программы. Однако не менее важным является ожидание корпораций в части будущего уровня процентных ставок. Существенную роль это играет при построении финансовой модели своего будущего развития и при прогнозировании схемы реализации инвестиционных проектов. Если корпорация имеет основания полагать, что в дальнейшем уровень процентных ставок в экономике будет выше, то целесообразно привлечение длинных финансовых ресурсов, то есть таких, срок погашения по которым максимально отложен относительно текущего момента. Также при необходимости осуществления инвестиционной программы в

дальнейшем возможно более целесообразно сместить ее реализацию ближе к текущему моменту, пока в экономике более дешевая стоимость денег. В случае же, если корпорация ожидает снижения ставок в экономике, то ему целесообразнее привлекать короткие финансовые ресурсы, так как через определенный период времени оно сможет привлечь ресурсы дешевле. Также корпорации в данном случае целесообразно отложить реализацию инвестиционных программ до снижения ставок. Однако на практике у корпораций отсутствуют финансовые модели, позволяющие им прогнозировать уровень процентных ставок. В связи с этим в своих финансовых планах компании реального сектора на горизонте 3-5 лет исходят из гипотезы, что уровень процентных ставок останется на текущих уровнях. Данная гипотеза нарушается только в периоды явных экстремумов, когда всем участникам рынка очевидно, что при данном уровне процентных ставок экономика будет нежизнеспособна. Явным таким экстремумом явился конец 2014 – начало 2015 года, когда корпорации были вынуждены привлекать финансовые ресурсы по завышенным процентным ставкам, доходящим до 30% годовых. Не вызывало сомнений, что экономика РФ не сможет долго просуществовать с такой стоимостью заемного капитала. После определенной корреляции корпорации подстраиваются под уровень процентных ставок и считают его справедливым и рыночным, не полностью осознавая, что стоимость денег, аналогично другому любому товару, формируется под воздействием спроса и предложения [58]. Несомненно высокую роль при определении стоимости денег в экономике играет ключевая ставка Центрального банка. Однако данная ставка лишь показывает, по какой стоимости коммерческие банки могут привлечь средства Центрального банка на короткий срок. При этом модель функционирования банковской системы построена не на привлечении средств Центрального банка с целью их размещения в форме коммерческих кредитов корпорациям реального сектора, а на самофинансировании банками своей деятельности, когда корпорации и населения средствами на счетах и вкладами формируют пассив банковского сектора. Банки на рынке должны выполнять перераспределяющую функцию в отношении

финансовых ресурсов, а не быть органом, регулирующим деятельность корпораций реального сектора, при этом отчасти «паразитируя» на нем, предлагая максимальный уровень процентных ставок, который реальный сектор может покрыть своей рентабельностью. Банки при предложении своих средств опираются на стоимость привлечения финансовых ресурсов со стороны своих кредиторов (Центральный банк, корпорации, население), а также на свои коммерческие/ административные затраты, к которым относится содержание своего управленческого аппарата, затраты на персонал, аренда и обслуживание помещений. При этом если первая часть зависит также от спроса и предложения ресурсов на рынке с учетом соотношения риск-доходность, то вторая часть обусловлена моделью построения банка, его организацией. Учитывая, что банки являются наиболее консервативными структурами, которые внедряют модели оптимизации одними из последних на рынке, то корпорации реального сектора формируя спрос на финансовые ресурсы дают своеобразный сигнал финансовому сектору в части ожидаемой стоимости финансовых ресурсов, после чего компании финансового сектора должны анализировать, покрывает ли их процентная маржа те затраты, которые связаны с организацией работы данного финансового учреждения [132]. Таким образом, по мнению автора, при прогнозировании уровня процентных ставок в экономике, корпорациям необходимо применять модели теории игр для анализа текущей и будущей ситуации в экономике в части формирования цены на финансовые ресурсы. При этом теория игр предусматривает рассмотрение взаимодействия между всеми участниками рынка. При прогнозировании уровня процентных ставок одним игроком является финансовый сектор, другим – корпорации реального сектора. При этом если последние являются довольно однородной массой с одинаковой стратегией (привлечение финансовых ресурсов по минимальным ставкам), то при рассмотрении участников финансового рынка, в частности банков, необходимо также рассмотреть взаимодействие между различными группами данного рынка. В отечественной банковской системе есть определенные признаки олигополии, когда основной рынок разделен между несколькими крупными игроками,

которые представлены банками с государственным участием в капитале. Остальные участники рынка делят сегмент заемщиков, которые не заинтересовали крупных игроков банковского сектора. При этом учитывая тот факт, что отечественным коммерческим корпорациям фактически без разницы, в каком банке осуществлять финансирование, банки-неолигополисты путем предложения более дешевых финансовых ресурсов могут переманить к себе довольно существенный объем рынка. Однако это будет связано с 2 основными проблемами – есть ли у этих банков достаточно дешевых источников фондирования и покрывает ли их процентная маржа в таком случае их административные затраты. Соотнести потенциальные выгоды и затраты каждого из сегментов при движении ставок в ту или иную сторону позволяет теория игр и поэтапное нахождение равновесия Нэша, которое при правильном построении модели позволит спрогнозировать дальнейший уровень ставок в экономике. При этом необходимо учитывать максимально возможный набор факторов, которые влияют на формирование конечной цены финансовых ресурсов.

Учитывая, что отечественная экономика функционирует на рыночных условиях меньше 25 лет на момент написания данного исследования, то без государственного регулирования в настоящий момент невозможно эффективное взаимодействие между корпорациями реального сектора экономики и финансовым сектором. Государство должно соотносить те услуги и продукты, которые предлагают финансовые учреждения с реальными потребностями отечественных корпораций. Это касается не только стоимости использования тех или иных инструментов, но и конкретно механизмов их функционирования. Связано это с тем, что период накопления капитала, который связывают с 90-ми годами 20 века, еще не завершен в полной мере. Изношенность основных производственных фондов в стране критическая, рентабельность производственных корпораций минимальна, при этом это происходит на фоне максимального благоприятствования со стороны финансового сектора корпорациям добывающего сектора и компаниям, представляющим сферу торговли. Финансовым учреждениям это позволяет показывать рекордные

прибыли, что было продемонстрировано в 2011-2013 годах, торговым компаниям (преимущественно торговым сетям) это позволяет полностью диктовать свои условия производственным корпорациям, что выливается в абсолютно неудобную для корпораций систему расчетов на фоне максимально удобной для торговых сетей, корпорации добывающего сектора остаются основой отечественной экономики, при этом используя преимущественно импортное оборудование, так как производственный потенциал страны существенно подорван. Для того, чтобы финансовые учреждения в итоге предлагали корпорациям те услуги и по такой стоимости, которая будет способствовать развитию отечественной экономики, государство использует определенные инструменты, при этом часть этих инструментов имеет объектом воздействия финансовые учреждения, а часть корпорации реального сектора. Не все инструменты данного регулирования являются эффективными, поэтому для каждого инструмента приведено предложение по улучшению его функционирования.

Меры регулирования реального сектора экономики:

- Субсидирование процентных ставок для стратегически важных отраслей экономики.

Рекомендация: размер субсидии должен быть привязан к текущему уровню процентных ставок, при этом субсидии должны выплачиваться не по мере наполнения бюджета, а по мере несения соответствующих затрат корпорациями реального сектора экономики.

- Поддержка инвестиционных проектов.

Рекомендация: поддержку должны получать инвестиционные проекты, связанные с повышением конкурентоспособности отечественной экономики, а не с реализацией инвестиционных программ добывающих монополистов, в рамках которых в основном приобретается импортное оборудование. Таким образом, средства бюджета идут на финансирование импортных поставщиков, а не российских корпораций.

- Инструменты поддержки малого и среднего предпринимательства.

Рекомендация: финансирование деятельности субъектов МСП должно быть построено на рыночных механизмах по текущим ставкам и не должно обуславливать дополнительную нагрузку на их маржинальность.

- Учреждение ООО «Агентство финансирования жилищного строительства» (ОАО «АФЖС»).

Рекомендация: Деятельность ОАО «АФЖС» должна обуславливать меньшую бюрократическую нагрузку на кредитующие банки и застройщиков.

- Введение ускоренной процедуры получения уплаченного налога на добавленную стоимость при предоставлении банковской гарантии.

Рекомендация: Процедура ускоренного возмещения НДС должна обуславливать меньшую бюрократическую нагрузку на корпорации.

- Вмешательство в банкротство важных корпораций.

Рекомендация: Государство должно способствовать к привлечению к личной ответственности должностных лиц, деятельность которых в случае доказательство ее умышленного характера привела к банкротству стратегически важных для отечественной экономики корпораций.

Меры регулирования финансового сектора экономики:

- Контроль Центрального Банка РФ за деятельностью банков/ расчистка банковского сектора.

Рекомендация: Расчистка банковского сектора должна быть продолжена для устранения недобросовестных участников рынка, однако данный механизм должен быть более прозрачен, чтобы отзыв лицензии не становился неожиданностью для вкладчиков таких банков.

- Управление ключевой ставкой Центрального банка.

Рекомендация: Центральный банк управляет ключевой ставкой, учитывая в том числе мотив поддержания/ ослабления курса национальной валюты, однако это создает неопределенность для участников рынка в части уровня процентных ставок, что может приводить к банкротству корпораций.

- Рефинансирование банков под залог прав по коммерческим кредитам.

Рекомендация: Расширить перечень корпораций.

- Учреждение специализированных кредитных учреждений, владение в них долями.

Рекомендация: Данные учреждения не имеют своей целью извлечение прибыли, что приводит к неэффективному менеджменту. Данные учреждения должны получать более дешевое фондирование со стороны государства, но их деятельность должна быть эффективна.

В целом, поэтапное устранение имеющихся барьеров, имеющих место при взаимодействии реального и финансового секторов экономики, постепенная реализация рекомендаций по улучшению данного взаимодействия, а также более качественная работа отечественных корпораций по построению своей организационной структуры и качеству моделей прогнозирования будущего развития экономики позволит создать сильный и эффективный рынок финансовых инструментов, усилив тем самым потенциал роста экономики России.

Список использованной литературы

Законодательные и нормативные правовые акты РФ, нормативные акты Банка России

1. Гражданский Кодекс РФ [Электронный ресурс] // Режим доступа: справ.-правовая система «КонсультантПлюс».
2. Налоговый Кодекс РФ [Электронный ресурс] // Режим доступа: справ.-правовая система «КонсультантПлюс».
3. Об акционерных обществах: федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ [Электронный ресурс] // Режим доступа: справ.-правовая система «КонсультантПлюс».
4. О банках и банковской деятельности: федеральный закон от 02.12.1990 № 395-1-ФЗ [Электронный ресурс] // Режим доступа: справ.-правовая система «КонсультантПлюс».
5. О банке развития: федеральный закон от 17.05.2007 № 82-ФЗ [Электронный ресурс] // Режим доступа: справ.-правовая система «КонсультантПлюс».
6. О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации в связи с введением заявительного порядка возмещения налога на добавленную стоимость: федеральный закон от 17.12.2009 № 318-ФЗ [Электронный ресурс] // Режим доступа: справ.-правовая система «КонсультантПлюс».
7. Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений: федеральный закон от 25.02.1999 № 39-ФЗ [Электронный ресурс] // Режим доступа: справ.-правовая система «КонсультантПлюс».
8. О несостоятельности (банкротстве): федеральный закон от 26.10.2002 № 127-ФЗ [Электронный ресурс] // Режим доступа: справ.-правовая система «КонсультантПлюс».
9. О рынке ценных бумаг: федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ // Справ.-правовая система «КонсультантПлюс» [Электронный ресурс].

10. О финансовой аренде (лизинге): федеральный закон от 29.10.1998 № 164-ФЗ [Электронный ресурс] // Режим доступа: справ.-правовая система «КонсультантПлюс».
11. О Центральном банке Российской Федерации: федеральный закон от 10.07.2002 № 86-ФЗ [Электронный ресурс] // Режим доступа: справ.-правовая система «КонсультантПлюс».
12. О некоторых вопросах реализации программы «Жилье для российской семьи» в рамках государственной программы Российской Федерации "Обеспечение доступным и комфортным жильем и коммунальными услугами граждан Российской Федерации: постановление Правительства РФ от 05.05.2014 № 404 [Электронный ресурс] // Режим доступа: справ.-правовая система «КонсультантПлюс».
13. Об утверждении Программы поддержки инвестиционных проектов, реализуемых на территории Российской Федерации на основе проектного финансирования: постановление Правительства РФ от 11.10.2014 № 1044 [Электронный ресурс] // Режим доступа: справ.-правовая система «КонсультантПлюс».
14. Об организации внутреннего контроля в кредитных организациях и банковских группах: положение Банка России от 16.12.2003 №242-П [Электронный ресурс] // Режим доступа: справ.-правовая система «КонсультантПлюс».
15. О порядке предоставления Банком России кредитным организациям кредитов, обеспеченных активами: положение Банка России от 12.11.2007 №312-П [Электронный ресурс] // Режим доступа: справ.-правовая система «КонсультантПлюс».
16. О порядке формирования кредитными организациями резервов на возможные потери по ссудам, по ссудной и приравненной к ней задолженности: положение Банка России от 26.03.2004 №254-П [Электронный ресурс] // Режим доступа: справ.-правовая система «КонсультантПлюс».

17. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов [Электронный ресурс] // Режим доступа: справ.-правовая система «КонсультантПлюс».

Монографии, учебники, учебные пособия, диссертации, авторефераты диссертаций, статистические сборники и др.

18. Адамов, Н.А. Лизинг / Н. А. Адамов, А. А. Тилов. - СПб.: Питер, 2006. -160 с.
19. Балабанов, И.Т. Основы финансового менеджмента: учебное пособие / И.Т. Балабанов. - М.: Финансы и статистика, 2000. - 70 с.
20. Бард, В.С. Инвестиционные проблемы российской экономики / В.С. Бард. - М.: Экзамен, 2000. - 384 с.
21. Бланк, И. А. Управлением формированием капитала, 2-е изд / И.А. Бланк. - М.: Омега-Л, 2008. - 512 с.
22. Бланк, И. А. Инвестиционный менеджмент: учебный курс / И.А. Бланк.- М.: Эльга Ника-Центр, 2006. – 52 с.
23. Босчаева З. Н. Управление экономическим ростом / З. Н. Босчаева. - М.: Экономика, 2004. -320 с.
24. Бочаров, В.В. Инвестиции / В.В. Бочаров. – СПб.: Питер, 2002. – 228 с.
25. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. - М.: Олимп-Бизнес, 2009. -1008 с.
26. Бригхэм, Ю. Финансовый менеджмент / Ю. Бригхэм, М. Эрхардт. - СПб: Питер, 2009. -960 с.
27. Гончаров, Д.С. Современные методы оценки рисков кредитования предприятий: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.13 / Денис Сергеевич Гончаров.- М., 2004.- 24 с.
28. Гусева, А.Е. Ликвидность коммерческих банков в системе денежно-кредитного регулирования экономики: дис. ...канд. экон. наук: 08.00.10 / Анна Евгеньевна Гусева. - М., 2001. - 208 с.

- 29.Данилов, В.И. Лекции по теории игр / В.И. Данилов – М.: Российская экономическая школа, 2002. – 140 с.
- 30.Егорова, Н.Е. Предприятия и банки: Взаимодействие, экономический анализ, моделирование / Н.Е. Егорова, А.М. Смулов. - М.: Дело, 2002. - 456 с.
- 31.Зражевский, В.В. Теоретические и методологические основы обеспечения конкурентоспособности банковской системы российской федерации: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Владимир Владимирович Зражевский.- СПб., 2008.- 29 с.
- 32.Кларк, Дж. Б. Распределение богатства / Дж. Б. Кларк. - М.: Гелиос АРВ, 2000. - 368 с.
- 33.Кучуков, Р.А. Теория и практика государственного регулирования экономических и социальных процессов: учебное пособие / Р.А. Кучуков.- М.: Гардарики, 2004. - 287 с.
- 34.Иванов, Г.И. Инвестиции: Сущность, виды, механизмы функционирования: серия «Учебники и учебные пособия» / Г.И. Иванов. – Ростов-на Дону: Феникс, 2002. - 352с.
- 35.Лаврушин, О.И. Банковское дело: современная система кредитования /О.И. Лаврушин. - М.: КноРус, 2008. - 264 с.
- 36.Лаврушин, О.И. Деньги, кредит, банки: учебник для вузов. 2-е изд., перераб., доп. / О.И. Лаврушин, М.М. Ямпольский, Ю.П. Савинский и др.; под. ред. О.И. Лаврушина.— М.: Финансы и статистика, 2004. -464 с.
- 37.Ложникова, А.В. Инвестиционные механизмы в реальной экономике / А.В. Ложникова. - М.: МЗ -Пресс, 2001. – 171 с.
- 38.Мовсеян, А.Г. Интеграция банковского и промышленного капитала: современные мировые тенденции и проблемы развития / А.Г. Мовсеян. - М.: Финансы и статистика, 1997. – 70 с.
- 39.Никонова, И. А. Финансирование бизнеса / И.А. Никонова. - М.: Альпина Паблишер, 2003. -197 с.
- 40.Перар, Ж. Управление финансами / Ж. Перар. – М.: Дело, 1996. – 187 с.

- 41.Прогноз развития энергетики мира и России до 2035 г. / Под ред. А.А. Макарова, Л.Г. Григорьева. - М.: ИНЭИ РАН, 2012.
- 42.Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации до 2030 года [Электронный ресурс] // Режим доступа: справ.-правовая система «ГАРАНТ.
- 43.Рид, Э. Коммерческие банки / Э.Рид, Р. Коттер, Р.Смит. М.: Прогресс, 1993.- 480 с.
- 44.Семенова, Г.А. Развитие фондовых отношений и особенности их проявления в российской экономике / Г.А. Семнова. - Саратов: СГСЭУ, 2000. - 106 с.
- 45.Сергиенко, Я.В. Институциональные основы взаимодействия финансового и реального секторов в России: автореф. дис. ...д-ра экон. наук: 08.00.05 / Яков Вячеславович Сергиенко. – М., 2003. - 48 с.
- 46.Сергиенко, Я.В. Финансы и реальный сектор / Я. В. Сергиенко. - М.: Финансы и статистика, 2004. - 384 с.
- 47.Смулов, А.М. Проблемы взаимодействия промышленных предприятий и банков / А.М. Смулов. - М.: Финансы и статистика, 2002. - 304 с.
- 48.Смулов, А.М. Промышленные и банковские фирмы: взаимодействие и кризисные ситуации / А.М. Смулов. - М.: Финансы и статистика, 2003. - 496 с.
- 49.Статистический бюллетень Банка России [Электронный ресурс] // Режим доступа: URL:
http://www.cbr.ru/publ/default.aspx?ch=itm_30522&Prtid=bbs#CheckedItem.
- 50.Тагирбеков, К.Р. Инвестиционные процессы и банковская система в экономике России / К.Р. Тагирбеков, Л.Г. Паштова. - М.: Весь мир, 2005.-319 с.
- 51.Тагирбеков, К.Р. Основы банковской деятельности / К.Р. Тагирбеков. - М.: Инфра-М, 2003. - 720 с.
- 52.Тосунян, Г.А. Банкизация России: право, экономика, политика / Г.А. Тосунян. - М.: Олимп-бизнес, 2008.-400 с.

53. Узун, В.Я. Методические подходы к оценке эффективности государственной поддержки сельскохозяйственных производителей / В.Я. Узун, Е.А. Гатаулина. - М.: ВИАПИ ИМ. А.А. Никонова, ЭРД, 2010. - 40 с.
54. Чуб, Б.А. Корпоративное управление: курс лекций / Б.А. Чуб, Р.С. Курчаков. - Казань: Издательство ДЛС, 2000. - 235 с.
55. Шарп, У.Ф. Инвестиции / У.Ф. Шарп, Г.Д. Александер, Д.В. Бэйли. - М.: Инфра-М, 2003. - 1024 с.
56. Экономический энциклопедический словарь / Авт.-сост. Л.П. Кураков, В.Л. Кураков, А.Л. Кураков. - М.: Вуз и школа, 2005. - 1030 с.
57. Guillermo Owen. Game theory / Owen Guillermo. - W. B. Saunders Company, 1968.
58. Wicksell K. Interest and Prices / K. Wicksell. - London, 1936. - p. 240.

Периодические издания

59. Аксеничев, А.В. Контроль над деятельностью коммерческих банков в России: теоретико-методологические аспекты / А.В. Аксеничев // Аграрный вестник Урала. - 2008. - №11. - С. 18-21.
60. Алексеев, В.А. У России нет альтернатив спасения реального сектора / В.А. Алексеев, Е.М. Смирнов, А.Н. Хурсевич // Ученые записки российского государственного социального университета. - 2009. - №7. - Том 2. С. 109-114.
61. Аридова, Л.В. Банковская система, ее кредитование – инструмент государственного регулирования экономики предприятий/ Л. В. Аридова// Вестник Нижегородского университета им. Н. И. Лобачевского. Серия: Экономика и финансы. - 2005. - №1. - С. 172-177.
62. Бабичева, Ю.В. Реальный сектор, банки и инфляция/ Ю.В. Бабичева // Вопросы экономики. - 2004. - №2. - С.133-136.

- 63.Бадочкина, Е.А. Подготовка управленческих кадров для финансовых служб предприятий / Е.А. Бадочкина // Современные проблемы науки и образования. – 2006. - №1. – С. 34-35.
- 64.Балаганский, С.П. Банковское кредитование как источник развития реального сектора экономики России / С.П. Балаганский // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. – 2012. - №4. – С. 117-120.
- 65.Барсегов, Г.Г. Дивергенция финансового сектора и реального сектора экономики: гипотеза и реальность / Г. Г. Барсегов // Вестник СГСЭУ. - 2010. - № 3(32). - С.9-14.
- 66.Безуглова, Н.В. Банковская система России / Н.В.Безуглова, И.Я. Новикова // ЭКО. - 2006. - №9. - С.96-97.
- 67.Белухин, В.В. О роли государства в модернизации инфраструктуры российской экономики / В.В. Белухин // Теория и практика общественного развития. - 2014. - № 15. - С. 92–95.
- 68.Белых, Н.Ю. Инвестиционные составляющие региона / Н.Ю. Белых, Д.А. Позоров, В.Л. Лукьянов // Бизнес и банки. - 2004. - № 44. - С. 9-11.
- 69.Басалаев, Д.Э. Факторинг как источник финансирования инвестиционной деятельности предприятия / Д.Э. Басалаев // Известия Тульского государственного университета. Экономические и юридические науки. – 2014. - №4-1. – С. 48-51.
- 70.Бойко, И.П. Процессы концентрации производства в промышленности РФ: оценка уровня и динамики/ И.П. Бойко // Вестник СпбГУ. - 2005. - Сер. 5. - Вып. 4. - С. 95-107.
- 71.Бондаренко, Н.Н. Методы и источники финансирования реальных инвестиций / Н.Н. Бондаренко, Н.М. Ольховик // Известия Оренбургского государственного аграрного университета. – 2012. - №36-1. – Том 4. – С. 140-144.

72. Бузанов, В.А. Финансовые инструменты на внутреннем рынке капитала корпорации / В.А. Бузанов // Известия Иркутской государственной экономической академии. – 2013. - №4. – С. 46-49.
73. Булатов, А.С. К вопросу о трансформации сбережений в инвестиции / А.С. Булатов // Деньги и кредит. - 2003. - № 4. - С. 38-47.
74. Булгакова, Л. Н. Экономическая диагностика предприятий при инвестиционном кредитовании / Л. Н. Булгакова // Финансы и кредит. – 2001. - №15 (87). – С. 58-73.
75. Валитов, Ш.М. Лизинг как инструмент расширения возможностей реального сектора экономики / Ш.М. Валитов, Е.Г. Кириченко // Финансы и кредит. - 2005. - № 14. - С. 47-55.
76. Валитов, Ш.М. Стимулирование кредитных вложений в реальный сектор экономики / Ш.М. Валитов, Р.А. Мусаева // Финансы и кредит. - 2004. - № 7. - С. 7-12.
77. Виттенберг, Е.Я. Инвестиции в реальный сектор экономики: возможности и потребности / Е.Я. Виттенберг // Россия и современный мир. – 2000. - №4. – С. 25-42.
78. Волошин, В.М. Критерии выбора краткосрочных источников финансирования / В.М. Волошин // Вестник Мурманского государственного технического университета. – 2013. - №2. – Том 16. – С. 219-224.
79. Гаджиев, А.А. Банковский сектор и реальная экономика / А.А. Гаджиев, Ф.А. Бамматказиева, Ф.А. Рахманова // Финансы и кредит. – 2007. - №7. – С. 2-9.
80. Галанцева, И.В. Институциональные основы взаимодействия реального и финансового секторов экономики / И.В. Галанцева // Вестник Казанского технологического университета. - 2012. - №11. - Том 12. - С. 275-279.
81. Галанцева, И.В. Исследование источников противоречия между финансовым и реальным секторами и определение основных подходов к их разрешению / И.В. Галанцева, Ф.К. Ахмедзянова // Вестник Казанского технологического университета. - 2012. - №12. - Том 15. - С. 266-270.

82. Гатаулина, Е.А. Программа субсидирования процентных ставок: эффект и проблемы [Электронный ресурс] / Е.А. Гатаулина // Экономика сельскохозяйственных и перерабатывающих предприятий. - 2010. - № 9. – Режим доступа: URL: http://www.viapi.ru/publication/full/detail.php?IBLOCK_ID=45&SECTION_ID=1483&ELEMENT_ID=30375.
83. Горбач, Л. А. Актуальные источники финансирования инвестиционных и инновационных проектов / Л.А. Горбач // Вестник Казанского технологического университета. - 2011. - №22. - С. 236-242.
84. Данилин, В.А. Осуществление банками функции финансового посредника / В.А. Данилин, Е.Э. Харитонов // Деньги и кредит. - 2004. - № 10.- С. 10-16.
85. Данилова, Т.Н. Банк как финансовый посредник трансформации сбережений в инвестиции / Т.Н. Данилова, О.С. Смирнова // Финансы и кредит. - 2004. - № 11. -С. 20-26.
86. Доронин, И.Г. Мировые фондовые рынки: закономерности развития и современное состояние / И.Г. Доронин // Деньги и кредит. - 2002. - № 9. - С. 58-64.
87. Доронин, И.Г. Новые явления и тенденции в экономике и на финансовом рынке западных стран / И.Г. Доронин // Деньги и кредит. - 2003. - № 9. - С. 51-61.
88. Дробышевский, С.М. Эволюция теории и практики денежно-кредитной политики в результате глобального экономического кризиса / С.М. Дробышевский, П.В. Трунин // Журнал новой экономической ассоциации. - 2014. - № 4. - С. 141–152.
89. Егоров, В.Н. Концепция антикризисного управления промышленным предприятием в процедурах банкротства / В.Н. Егоров, М.В. Чернова // Вопросы экономики. - 2013. - № 24. - С. 58–62.
90. Егоров, Н.С. Система стратегического управления конкурентоспособностью хозяйствующих субъектов / Н.С. Егоров // Вестник Чувашского университета. - 2006. - № 5. - С. 372.

- 91.Зимин, В.А. Инвестиционный проект: его финансирование и эффективность / В.А. Зимин // Теория и практика общественного развития. – 2013. - №3. – С. 209-211.
- 92.Зобова, Е.В. Источники финансирования оборотного капитала предприятия / Е.В. Зобова // Социально-экономические явления и процессы. – 2011. - №11. – С. 83-87.
- 93.Зражевский, В.В. Сегодня и завтра российской банковской системы / В.В. Зражевский // Вопросы экономики. - 2006. - №12. - С. 108-112.
- 94.Зеленский, Ю.Б. Проблемы развития региональных банков и реальный сектор экономики / Ю.Б. Зеленский // Деньги и кредит. - 2003. - № 4. – С. 48-58.
- 95.Иванченко, В.Н. Анализ источников финансирования инвестиционной деятельности предприятия, типы и формы его развития / В.Н. Иванченко // Новый университет. Серия «Экономика и право». – 2011. - №3. – С. 37-42.
- 96.Камышова, А.Б. Оптимизация взаимодействия бюджетно-налоговых и денежно-кредитных инструментов государственного регулирования в посткризисный период / А.Б. Камышова // Журнал правовых и экономических исследований. - 2011. - № 2. - С. 120–123.
- 97.Карамышева, А. Р. Инвестиции и их роль в развитии экономики / А.Р. Карамышева // Транспортное дело России. – 2009. - №5. – С. 16-18.
- 98.Ким, Е.М. Особенности инвестиционного кредитования сельскохозяйственных товаропроизводителей / Е.М. Ким // Теория и практика общественного развития. – 2012. - №10. – С. 253-256.
- 99.Клепач, А. О роли крупного бизнеса в современной российской экономике / А.Клепач, А. Яковлев // Вопросы экономики. - 2004. - №8. - С. 36-46.
100. Клейнер, Г. Еще раз о роли государства и государственного сектора в экономике / Г. Клейнер, Д. Петросян, А. Беченов // Вопросы экономики. - 2004. - №4. - С.25-30.

101. Коновалов, Ю.М. Корпоративный бизнес России и формирование инвестиционного потенциала развития национальной экономики / Ю.М. Коновалов // Финансы и Кредит. – 2008. - №28. – С. 68-78.
102. Короткова, М.В. Инвестиционные ресурсы как экономическая категория и объект менеджмента промышленного предприятия / М.В. Короткова // Вестник Оренбургского государственного университета. – 2014. - №8. – С. 24-28.
103. Костин, А.Л. Перспективы развития мировой и российской банковской системы в посткризисный период / А.Л. Костин // Вестник ФА. - 2009. - №4.
104. Кузнецова, Н.Н. Основные критерии выбора источника финансирования предприятия / Н.Н. Кузнецова // Известия Тульского государственного университета. Экономические и юридические науки. – 2013. - №4-1. – С. 90-96.
105. Кулик, Н.А. Государственная поддержка малого бизнеса в России [Электронный ресурс] / П.А. Кулик, Л.Г. Онищенко // Сибирский торгово-экономический журнал. - 2010. - № 11. – Режим доступа: URL: <http://cyberleninka.ru/article/n/gosudarstvennaya-podderzhka-malogo-biznesa-v-rossii>.
106. Курбатов, С.М. Совершенствование управления реальным сектором экономики. // Экономика России: XXI век. 2004. № 17. С.15-18.
107. Курлыков, О.И. Проблемы кредитования на предприятиях агропромышленного комплекса и пути их решения / О.И. Курлыков // Финансы и кредит. – 2007. - №13. – С. 64-66.
108. Левина, И. К вопросу о соотношении реального и финансового секторов / И. Левина // Вопросы экономики. - 2006. - №10. - С. 88.
109. Левченко, В.А. Теоретические основы сущности инвестиций / В.А. Левченко, Л.И. Протопопова // Вестник Курской государственной сельскохозяйственной академии. – 2009. - №2. - Том 2. – С. 50-53.
110. Леонтьева, Е.А. Оценка эффективности кредитно-денежной политики в России [Электронный ресурс] / Е.А. Леонтьева // Российский экономический

- интернет-журнал. - 2009. - № 2. – Режим доступа: URL: <http://www.e-rej.ru/Articles/2009/Leontyeva.pdf>.
111. Лунтовский, Г.И. Проблемы и перспективы развития банковского сектора России / Г.И. Лунтовский // Деньги и кредит. - 2004. - №5. - С.3-7.
112. Лымарь, Е.Н. Эффективность государственной поддержки малого и среднего бизнеса как участника рынков с монополистической конкуренцией / Е.Н. Лымарь // Вестник Челябинского государственного университета. - 2012. - № 10 (264). - С. 95-101.
113. Мальцева, Е.С. Влияние процентной политики Банка России на деятельность коммерческих банков / Е.С. Мальцева, В.Е. Будовская // Инновационная наука. -2015. - № 6-1. - С. 114–117.
114. Мануйлов, К.Е. Оценка роли финансового рынка в развитии реального сектора экономики России / К.Е. Мануйлов // Вестник МГИМО университета. - 2012. - №2. - С. 141-145.
115. Мартиросян, К. Банки и экономика России / К. Мартиросян //Банковские технологии. - 2004. - №4. - С.109-113.
116. Молчанов, О.В. Пути совершенствования банковского кредитования реального сектора экономики / О.В. Молчанов // Социально-экономические явления и процессы. - 2014. - №3. - С. 76-80.
117. Недоспасова, О.П. Оценка эффективности различных источников финансирования инвестиций / О.П. Недоспасова // Проблемы современной экономики. – 2011. - №3. - С. 165-167.
118. Немыкина, О. С. Методические подходы к обоснованию выбора источника финансирования корпораций / О.С. Немыкина // Вестник Томского государственного университета. - 2010. - № 340. - С. 153–155.
119. Нуримухаметов, Р.М. Стимулирование инвестиций в трансформирующейся экономике [Электронный ресурс]/ Р.М. Нуримухаметов // Вестник Чувашского университета. – 2008. - №1. – Режим доступа: <http://cyberleninka.ru/article/n/stimulirovanie-investitsiy-v-transformiruyuscheysya-ekonomike>

120. Онищенко, К.С. Исследование механизма развития реального сектора экономики РФ / К.С. Онищенко // Общество: политика, экономика, право. – 2012. - №4. – С. 109-112.
121. Пархоменко, А.А. Взаимодействие реального и финансового секторов экономики на этапе финансового кризиса / А.А. Пархоменко // Вестник Томского государственного университета. – 2010. - №338. – С. 149-151.
122. Палюра, В.В. Четыре сектора финансового рынка / В.В. Палюра // Валютный спекулянт. - 2003. - №9. - С. 38-41.
123. Плужевская, Ю. Финансовые потоки между основными секторами российской экономики в 1997-2002 гг. / Ю. Плужевская // Вопросы экономики. - 2003. - №6. - С.46.
124. Понкратов, В.В. Антикризисный план и бюджетный маневр 2015 / В.В. Понкратов // Вестник Финансового университета. - 2015. - № 2 (86). - С. 70-75.
125. Пономарева, А.Е. Проблемы и особенности кредитования сельскохозяйственных предприятий / А.Е. Пономарева // Современные проблемы науки и образования. – 2006. – №4. – С. 102-104.
126. Потемкин, А. Роль банковской системы и фондового рынка в финансировании реального сектора / А. Потемкин // Рынок ценных бумаг. - 2005. - №14(293). - С. 16-20.
127. Пугинский, С.Б. Основные проблемы предупреждения банкротства стратегических предприятий и организаций / С.Б. Пугинский // Имущественные отношения в Российской Федерации. - 2008. - №1. - С. 43–47.
128. Розов, Д.В. Основы принципы современной инвестиционной политики / Д.В. Розов // Финансы и кредит. - 2005. - №1. - С.27-42.
129. Россохин, В.В. Проблемы эффективности использования фондового рынка России для привлечения ресурсов в реальный сектор экономики / В.В. Россохин // Финансы и кредит. – 2007. - №38. – С. 42-45.

130. Руднева, Е.А. Ключевая ставка и ее влияние на экономику / Е.А. Руднева // Международный научно-исследовательский журнал. - 2015. - № 5-3 (36). - С. 73-74.
131. Рудолько-Силиванов, В. Финансовый и реальные секторы: поиск взаимодействия / В. Рудолько-Силиванов // Вопросы экономики. - 1998. - №5. - С.79-89.
132. Русанова, Е.Г. Вопросы определения стоимости источников финансирования предприятия / Е.Г. Русанова // Проблемы современной экономики. – 2011. - №1. – С. 132-135.
133. Саркисянц, А. Г. О роли банков в экономике / А.Г. Саркисянц // Вопросы экономики. - 2003. - №3. - С.91-94.
134. Саркисянц А. Г. Банки и реальная экономика /А. Г. Саркисянц // Финансы. - 2006. - № 9. - С. 16-20.
135. Сафина, Т.Р. Финансовый и реальный секторы: подходы к оценке места и роли в экономике / Т.Р. Сафина // Финансы и кредит. – 2007. - №46. – С. 17-26.
136. Сергеев, А.А. Кредитование и конкурентоспособность российских предприятий / А.А. Сергеев, А.В. Рязанов // Региональная экономика: теория и практика. – 2007. - №5. – С. 145-147.
137. Скарედнов, Е.В. Монетарная политика Банка России и европейский опыт таргетирования инфляции / Е.В. Скареднов // Труд и социальные отношения. - 2013. - № 1. С. 60–63.
138. Солдатова, Л.А. Механизм финансирования жилищного строительства в РФ / Л.А. Солдатова // Вестник Оренбургского государственного университета. - 2011. - № 13 (132). - С. 422–427.
139. Татаркин, А.И. Причины мирового финансового кризиса и возможные сценарии развития России в условиях глобализации / А.И. Татаркин, Д.А. Татаркин // Известия Уральского государственного экономического университета. – 2009. - №1. – Том 23. С. 13-23.

140. Турченко, А.А. Выбор источника финансирования в зависимости от этапа жизненного цикла компании / А.А. Турченко // Известия Иркутской государственной экономической академии. – 2012. - №1. – С. 38-41.
141. Ульдянова, Е.Ю. Эмиссия облигаций / Е.Ю. Ульдянова, Л.Ф. Мельникова // Современные наукоемкие технологии. - 2014. - №7-1. – С. 92-93.
142. Фахретдинова, В.А. Существование равновесия Нэша-Парето в конечных позиционных играх в условиях неопределенности / В.А. Фахретдинова // Вестник Псковского государственного университета. Серия: Естественные и физико-математические науки. – 2013. - №3. – С. 135-139.
143. Чернова, Е.Ю. Российский опционный рынок: понятие, тенденции и перспективы развития / Е.Ю. Чернова // Новый университет. Серия «Экономика и право». – 2011. - №3. – С. 56-57.
144. Щеглов, С. В. Методика выбора источника средств при реализации инвестиционного проекта методом проектного финансирования / С.В. Щеглов // Вестник Самарского государственного аэрокосмического университета. - 2012. - № 6 (37). - С. 147-156.
145. Янбых, Р.Г Кредитование сельского хозяйства: современные вызовы и пути их решения [Электронный ресурс] / Р.Г. Янбых, Е.А. Гатаулина // Экономические науки. - 2011. - № 3. – Режим доступа: URL: http://www.viapi.ru/publication/full/detail.php?IBLOCK_ID=45&SECTION_ID=1483&ELEMENT_ID=30711.
146. Chick, V. Some Reflections on Financial Fragility in Banking and Finance / V Chick // Journal of Economic Issues. - 1998. - Vol. 30. - №3. - P. 540.
147. Jensen, M. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure /M. Jensen, W. Meckling // Journal of Financial Economics. - 1976. - №3. - P. 305-360.

Интернет ресурсы

148. Официальный сайт Министерства экономического развития РФ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: <http://economy.gov.ru>.
149. Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики РФ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: <http://cbsd.gks.ru>.
150. Официальный сайт Центрального Банка России [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: <http://cbr.ru>.
151. Официальный сайт АО «Россельхозбанк» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: <http://rshb.ru>.
152. Официальный сайт Московской биржи [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: <http://moex.com>.
153. Официальный сайт Корпорации МСП [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: <http://acgrf.ru>.
154. Официальный сайт Внешэкономбанка [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: <http://veb.ru>.
155. Официальный сайт МСП Банка [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: <http://mspbank.ru>.
156. Официальный сайт информационного агентства по облигационному рынку Cbonds [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: <http://ru.cbonds.info>.
157. Официальный сайт информационного агентства по облигационному рынку Rusbonds [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: <http://rusbonds.ru>.
158. Официальный сайт информационного портала компании Финам [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: <http://finam.ru>.
159. Официальный сайт рейтингового агентства Эксперт РА [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: <http://raexpert.ru>.
160. Официальный сайт АО «Росагролизинг» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: <http://rosagroleasing.ru>.

Крылов Андрей Александрович
Макарова Василиса Александровна

ПРАКТИЧЕСКИЕ ВОПРОСЫ
ФИНАНСИРОВАНИЯ
РЕАЛЬНОГО СЕКТОРА РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ

Научная монография

Подписано в печать 07.07.2016. Формат 60х84/16.
Усл. печ. л. 12,5. Уч.-изд. л. 12,5. Тираж 500. Заказ 14509б.

Отпечатано с готового оригинал-макета,
в Типографии Политехнического университета.
195251, Санкт-Петербург, Политехническая ул., 29.
Тел.: (812) 550-40-14, (812) 552-77-17.