

Соснин Константин Евгеньевич

**ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ПРИНЯТИЯ
УПРАВЛЕНЧЕСКИХ РЕШЕНИЙ ПРИ ПРИВЛЕЧЕНИИ
ЗАЕМНОГО КАПИТАЛА ПРОМЫШЛЕННЫХ
ПРЕДПРИЯТИЙ**

Специальность: 08.00.05 - «Экономика и управление народным хозяйством
(экономика, организация и управление
предприятиями, отраслями, комплексами)».

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Ярославль 2007

Работа выполнена на кафедре финансов и кредита в ГОУ ВПО «Ярославский государственный университет им. П.Г.Демидова»

Научный руководитель - кандидат экономических наук, доцент
Кузьмин Иван Григорьевич

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Леонтьева Лидия Сергеевна

кандидат экономических наук, доцент
Лазурина Ольга Маратовна

Ведущая организация – Военная финансово-экономическая
академия (г. Ярославль)

Защита состоится «___» ноября 2007 года в ___ часов на заседании диссертационного совета К 212.002.03 при ГОУ ВПО «Ярославский государственный университет им. П.Г. Демидова» по адресу: 150000, г. Ярославль, ул. Комсомольская, д. 3, ауд. 307.

С диссертацией можно ознакомиться в научной библиотеке ГОУ ВПО «Ярославский государственный университет им. П.Г.Демидова» по адресу: 150003, г. Ярославль, Полушкина роща, д.1.

Автореферат разослан «___» октября 2007 года

Ученый секретарь
диссертационного совета

Л.А.Маматова

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. В современных экономических условиях, когда кредитные организации предлагают множество разнообразных источников привлечения финансовых ресурсов, актуальной проблемой для любого предприятия является выбор наименее затратного и наиболее эффективного способа пополнения заемного капитала.

Выбор политики привлечения заемных средств во многом определяет финансовое равновесие предприятия. От того, за счет каких источников и на каких условиях привлечены финансовые средства, зависят как результаты финансово-хозяйственной деятельности, так и финансовое состояние на краткосрочную перспективу. Формирование структуры капитала тесно взаимодействует с выбором стратегических направлений финансового развития предприятия, обеспечивающих возрастание его рыночной стоимости.

В современных экономических условиях потребность привлечения заемных ресурсов под основные и оборотные средства возникает в силу следующих причин: высокого уровня инфляции, приводящего к обесценению средств; роста объема выпускаемой продукции; выпуска новых видов продукции; технического и технологического перевооружения производства; расширения производственных мощностей; разработки и осуществления новых проектов и инвестиций в производство.

Переход экономики к рыночным отношениям дал возможность предприятиям привлекать, помимо банковского кредита, ряд альтернативных заемных источников, таких как кредитная линия, банковский овердрафт, облигации и др. Возможность выбора источников повлекла за собой необходимость оценки эффективности привлекаемых заемных ресурсов.

Одним из наиболее распространенных способов покрытия потребности в привлекаемых средствах является кредит. Однако при этом выставляются различные ограничительные условия. Наиболее весомым ограничивающим фактором в процессе планирования привлечения заемного капитала является его стоимость. Менеджеры хозяйствующих субъектов при планировании привлечения заемного капитала в первую очередь обращают внимание на его цену – ставку и сумму процента за кредит. Современная развивающаяся экономика и банковская система с относительно высокой стоимостью кредитных ресурсов создают предпосылки для проведения гибкой кредитной политики на предприятии.

Управление привлечением банковского кредита является трудоемким и ответственным участком финансовой работы на предприятии. Процесс управления привлечением заемных средств для предприятия должен представлять четко отрегулированную схему принятия решений. Такая схема должна оценивать уровень эффективности предлагаемых условий привлечения банковского кредита путем сравнения с базовым вариантом на основе минимизации затрат по привлечению и эффективному использованию заемного капитала.

Все это позволяет заключить, что тема диссертационного исследования, направленная на систематизацию теоретических выводов о формировании наиболее рационального варианта привлечения заемного капитала и определения структуры капитала, с учетом достаточно большого количества альтернативных способов пополнения заемных средств в современных экономических условиях, является актуальной.

Состояние научной разработанности темы. Проблемы управления привлечением заемных средств предприятия широко исследованы в научной литературе. В теоретико-методологическом плане исследования управления заемным капиталом предприятия и структурой источников его привлечения автор опирался на труды отечественных и зарубежных ученых, таких как А.М.Бирман, И.А.Бланк, Ю.Бригхем, Дж.К. Ван Хорн, В.В.Ковалев, А.М.Ковалева, М.Н.Крейнина, Е.Н.Лобанова, М.Миллер, Е.Л.Миттельман, Ф.Модильяни, Дж. Хьюстон, У.Шарп, А.Д.Шеремет и др.

Теоретические и практические аспекты публичных заимствований с разной степенью полноты рассматривались в работах следующих авторов: С.Б.Барнгольц, П.Г.Бунич, А.А.Володин, А.П.Грица, В.П. Грузинов, А.В.Гукова, Д.И.Долгий, П.Н.Жевтяк, А.П.Иванов, М.Йоффе, Д.И.Кокурин, Н.В.Колчина, Н.С.Лисициан, Т.П.Ломакина, С.Л.Озеров, А.Н.Попов, Л.П.Павлова, П.А.Парфяняк, А.Г.Перевозчиков, В.Л.Перламутров, И.В.Пещанская, Г.Б.Поляк, Я.А.Прохоров, Р.С.Сайфулин, Л.Х.Соколовский, М.М.Усоскин, В.В.Чайников, В.Е.Черкасов, Н.Н.Шабанова, Т.В.Шевченко, Э.Хелферт и др.

В то же время в монографической и периодической литературе отсутствует достаточно глубокая теоретическая и практическая разработка вопросов, касающихся системы управления привлечением заемных средств и оптимизации структуры капитала в современных условиях. Не разработан комплексный подход к управлению процессом формирования заемного капитала, в частности включающий управленческие решения с учетом полного перечня условий кредитования.

Недостаточная практическая проработанность темы в сочетании с актуальностью обусловили выбор темы, предмет, цели и задачи исследования.

Цель диссертационного исследования заключается в оптимизации структуры капитала и выборе наиболее рационального варианта внешних источников финансирования.

Для достижения цели диссертации поставлены и решены следующие **задачи**:

- Раскрытие закономерностей и особенностей управления финансированием заемного капитала;
- Исследование коэффициента финансовой рентабельности на основе отчетности промышленных предприятий;
- Выявление и обоснование оптимального варианта привлечения заемных средств с помощью разработанного интегрированного показателя эффективности кредитования;

- Проведение управленческого сравнительного анализа способов привлечения заемного капитала промышленными предприятиями.

Объектом исследования выступает заемный капитал, привлекаемый организациями машиностроительного комплекса Ярославского региона.

Предметом исследования является процесс принятия решения о привлечении заемного капитала промышленным предприятием.

Теоретическая и методологическая основа исследования. Методологической основой исследования являются работы современных ведущих российских и зарубежных экономистов.

При написании диссертации использовались законодательные и нормативные акты Российской Федерации, справочная и методологическая литература, статистические данные, материалы периодической печати.

При выполнении диссертационного исследования использовались методы анализа, обработки и обобщения информации, применялись экономико-статистические методы сплошного и выборочного наблюдения. В работе также использовались методы сравнительного анализа, классификации и экспертных оценок.

Исследование проводилось на основе анализа данных финансовой отчетности ряда организаций машиностроительного комплекса Ярославской области, анализа и обобщения текущей информации об этих организациях.

Научная новизна. Наиболее существенные положения, обладающие научной новизной, разработанные в процессе исследования, заключаются в следующем:

- На основе изучения условий кредитования отечественных промышленных предприятий разработаны рекомендации по соотношению заемного и собственного капитала с учетом лимитирующего фактора, в качестве которого автором предложено использовать платежеспособность;
- При обосновании допустимой суммы привлекаемого кредита целесообразно руководствоваться сопоставлением величины прибыли и суммы погашаемого кредита;
- Разработан интегрированный показатель рациональности привлечения банковского кредита, отличительной особенностью которого является использование ставки рефинансирования и соответствующего способа начисления процентов по кредиту;
- Предложена схема последовательного принятия решений менеджерами предприятия при привлечении заемного капитала, позволяющая сделать наиболее рациональный выбор источника и условий кредитования.

Теоретическая и практическая значимость диссертационной работы. Теоретическая и практическая значимость исследования определяется тем, что содержащиеся в ней выводы и полученные результаты могут быть использованы в дальнейшем изучении теории и практики привлечения заемного капитала промышленными предприятиями. Обоснованные положения и выводы диссертации в области анализа

особенностей формирования дополнительного заемного капитала могут реализоваться в практической деятельности предприятий различных отраслей, так как они позволяют минимизировать собственные расходы предприятия и тем самым увеличить чистую прибыль.

Практические рекомендации могут использоваться менеджментом финансово-экономических служб для формирования эффективной системы управления заемным капиталом. Выводы из диссертации также могут быть использованы в учебном процессе высших учебных заведений при подготовке менеджеров и экономистов.

Апробация работы. Основные положения и выводы диссертационного исследования прошли апробацию:

На международной научной конференции молодых ученых, аспирантов и студентов «Молодежь и экономика» в Ярославском военном финансово-экономическом институте в 2005 году.

На международной научно-практической конференции молодых ученых и аспирантов «Инновационное развитие экономики: теория и практика» в Ярославском государственном университете в 2005 году.

На международной научной конференции молодых ученых, аспирантов и студентов «Молодежь и экономика» в Ярославском военном финансово-экономическом институте в 2006 году.

На открытой окружной конференции молодых ученых «Наука и инновации XXI века» в Сургутском государственном университете в 2006 году.

В сборнике научных статей общественной организации ВЭО России «Труды вольного экономического общества России» в 2006 году.

На международной научно-практической конференции «Молодые ученые о современном финансовом рынке Российской Федерации» в Пермском государственном университете в 2007 году.

Основные положения и выводы диссертационного исследования использованы в практической деятельности ОАО «Ярославский вагоноремонтный завод «Ремпутьмаш».

Публикации результатов исследования. Основные положения диссертации изложены в шести печатных работах общим объемом 2,03 п.л. (все авторские).

Структура работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка библиографических источников и 28 приложений. Работа изложена на 105 страницах машинописного текста, содержит 21 таблицу, 3 схемы, 5 диаграмм, 1 график.

СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Во введении обоснована актуальность темы диссертации, показана степень разработанности проблемы в научной литературе, определены цели и задачи исследования, обозначены его методологические и теоретические

основы, указаны элементы научной новизны, теоретическая и практическая значимость.

В первой главе диссертационного исследования «Заемный капитал как экономическая категория и как объект управления» дан аналитический обзор литературы, посвященный становлению и развитию категории «капитал». Представлена экономическая характеристика современных методов привлечения финансовых ресурсов для пополнения заемного капитала. Проведен анализ кредитного рынка г. Ярославля.

Автор в работе отмечает, что становление категории «капитал» происходило в течение длительного периода времени. Экономисты рассматривали категорию «капитал» с двух противоположных позиций: с одной стороны, понятие «капитал» трактовали как «вещное» благо и сопоставляли его с «капитальными благами, производимыми самой экономической системой, для того чтобы применить их в качестве факторов производства для дальнейшего изготовления потребительских и других товаров и услуг». К сторонникам этой позиции относятся такие классики политической экономии, как А.Смит, Д.Рикардо, представитель физиократической школы Ф.Кене; сторонники маржинализма У.Джевонс, Г.Госсен; представители неоклассического направления А.Маршал, Дж.Б.Кларк, Дж.М.Кейнс, представители «новой классической экономики» П.Самуэльсон, У.Нордхауз, А.Блиндер, Макконел Кемпбел Р., Брю Стенли Л. С другой стороны, сторонники иного мнения признавали начальной формой капитала – деньги. К ним относятся монетаристы: М.Фридман, С.Фишер, Дж.Хикс; меркантилисты: Т.Манн, Д.Юм. А.Смит впервые вводит понятие «основной» и «оборотный» капитал посредством четкого разграничения по их элементам и продолжительности оборотов.

Указано, что большой вклад в уточнение понятия категории «капитал» и в раскрытие процесса его кругооборота внёс К.Маркс. Проведя деление капитала на основной и оборотный, К.Маркс распределяет вещественную совокупность капитала между двумя категориями и отмечает, что средства труда постоянно находятся в сфере производства, а предметы труда периодически переходят в сферу обращения в качестве готовой продукции. Таким образом, к основному капиталу он относит «часть капитальной стоимости, фиксированной в средстве труда, которая совершает обращение, но не в своей потребительной форме, обращается только ее стоимость, и притом лишь постепенно, в той мере как она переносится с рассматриваемой части капитала на продукт».

В настоящее время в мировой экономической науке отсутствует однозначное понимание категории «капитал». В общем виде смысловое содержание понятия сводится к толкованию как блага вообще, использование которого позволяет увеличить будущие блага. Капитал выступает при этом не обязательно в форме денег. Главный его признак – приносить доход своему владельцу. Следовательно, одна и та же ценность (вещь, предмет, благо) может быть или не быть капиталом в зависимости от того, каким образом с ее помощью извлекает для себя доход владелец этой ценности.

Никакая ценность не является сама по себе капиталом. Чтобы стать им, она должна служить средством самовозрастания богатства в той или иной форме. Главным критерием самовозрастания богатства является его рост не на основе личного труда владельца. Общий подход к определению категории «капитал» является следующим: капитал – это определенный запас ценностей (благ) в денежной или не денежной форме, которые служат средством увеличения богатства собственника этих ценностей, принося ему доход в виде либо прибыли, либо процента, либо ренты.

В рамках рассматриваемой темы диссертации используется понятие «расширенное воспроизводство», которое сопровождается постоянным накоплением и ростом капитала. Согласно современной западной экономической теории, источником капитала являются сбережения различных субъектов рынка: домохозяйств, представителей бизнеса, государства, институциональных инвесторов и т.д. Так, сбережения всех субъектов рынка аккумулируются банковско-кредитными учреждениями и используются представителями бизнеса в качестве заемных ресурсов, предназначенных для дальнейшего увеличения собственного капитала.

В современных экономических условиях заемные ресурсы являются одним из методов обеспечения экстенсивного и интенсивного воспроизводства на предприятии и роста экономики в целом.

В то же время перед любым предприятием, работающим в условиях рынка, стоит множество разнообразных задач: обеспечение финансового равновесия (выживание); повышение рентабельности; экономический рост; рост рыночной стоимости предприятия. Но наиболее значимой является лишь одна – это задача его выживания и обеспечения непрерывности развития. Для решения этой задачи необходимо создание эффективной системы управления предприятием, в которой одной из наиболее важных составляющих является формирование политики управления привлечением заемного капитала, которая в свою очередь представляет собой часть общей стратегии обеспечения финансового равновесия предприятия.

В современных экономических условиях основными целями привлечения краткосрочного заемного капитала являются:

1. Текущие потребности предприятия в оборотных средствах в течение производственно-финансового цикла. Увеличение выпускаемой продукции и расширение ассортимента в связи с поступившим заказом.
2. Потребность предприятия в дополнительных заемных средствах в связи с решением о выпуске новых видов продукции.
3. Потребность для целей расширенного воспроизводства. Техническое и технологическое перевооружение происходит в современном мире высокими темпами, проводится модернизация, обновление и расширение модельного ряда производственных мощностей. Использование квалифицированных кадров и лучших по качеству природных ресурсов.
4. Высокий уровень инфляции в экономике - специфическое условие современной российской экономики. С помощью кредитования

происходит пополнение обесценившихся средств на оплату труда рабочим.

5. Разработка новых проектов и инвестиции в производственный процесс предприятия.

В современной России предприятиям доступен широкий круг источников пополнения заемного капитала: банковский кредит (возобновляемая кредитная линия и овердрафт), выпуск облигаций, лизинг, факторинг и другие. Для выбора оптимального варианта привлечения финансовых ресурсов в работе проведен подробный анализ каждого из них. При решении вопроса о привлечении заемного капитала необходимо учитывать структуру пассивов, допустимые для данного предприятия размеры долговых обязательств, уровень рентабельности предприятия, насколько в каждом конкретном случае и при каких условиях использование заемных финансовых ресурсов экономически выгодно для предприятия.

Наиболее часто используемые в хозяйственной практике виды кредитования - возобновляемая кредитная линия и банковский овердрафт.

В диссертации был проведен анализ за 2002-2007 гг. уровня процентной ставки по возобновляемой кредитной линии и овердрафту в ряде коммерческих банков г. Ярославля. Результаты представлены в таблицах 1 и 2.

Таблица 1

Процентные ставки по возобновляемой кредитной линии в коммерческих банках г. Ярославля с 2002 по 2007 гг.

Годы	Ставка рефинансирования ЦБ РФ, %	% ставка в коммерческих банках			
		Банк Москвы	Банк «Югра»	Альфа-Банк	средняя по банкам
2002	21	22	21,5	21,5	21,7
2003	16	17	17	17	17,0
2004	13	14	16	14	14,7
2005	12	13	15	12,5	13,5
2006	11,5	12	15	12	13,0
2007	10	11	15	10	12

Процентная ставка варьировалась от 22 до 10% годовых и зависела от надежности заемщика и его кредитной истории. Выше средней процентной ставки по возобновляемой линии за период 2002-2007 гг. были процентные ставки «Банка Москвы» и банка «Югра», наиболее высокие значения наблюдались в 2002 году и составляли 22% и 21,5% соответственно. «Альфа-Банк» сохранял средние показатели. В среднем по банкам процентная ставка за рассматриваемый период по кредитной линии составила 15,3%. В целом по представленным банкам наблюдается динамика к снижению процентной ставки по кредитам.

**Процентные ставки по овердрафту в коммерческих банках
г. Ярославля с 2002 по 2007 гг.**

Годы	Ставка рефинансирования ЦБ РФ, %	% ставка в коммерческих банках				
		Банк Москвы	Ярсоцбанк	Банк «Югра»	Альфа-Банк	средняя по банкам
2002	21	22,5		22	21,5	22,0
2003	16	18,5		18	17	17,8
2004	13	17	17	17	14	16,3
2005	12	15	17	16	13	15,3
2006	11,5	14	17	15	12	14,5
2007	10	11,5	17	14,5	10	13,3

Аналогично ситуации с кредитной линией, наибольшая величина процентной ставки по овердрафту за период 2002-2007 гг. сохранялась за банком «Югра», «Ярсоцбанком», «Банком Москвы». В среднем процентная ставка по овердрафту в рассматриваемом периоде составила 16,5%.

Принимая решение о выборе кредитного инструмента, предприятие должно руководствоваться не только критерием фактической ставки процентов, расчет которой был проведен по овердрафту и возобновляемой кредитной линии, но и тем, что, несмотря на обычно более высокую фактическую ставку процентов по кредитной линии, предприятие может привлекать средства по овердрафту в любой день в рамках срока действия соглашения, не информируя банк о том, на что будут направлены привлеченные средства. Исходя из этого, для предприятия наиболее выгодным представляется одновременное использование овердрафта и возобновляемой кредитной линии. Причем в случае, если все активы предприятия заложены по договору о возобновляемой кредитной линии, а условия бизнеса требуют увеличения оборотного капитала, наиболее приемлемым решением будет заключение соглашения об овердрафте.

Проанализировав кредитный рынок Ярославля и основные способы привлечения краткосрочных средств, можно отметить, что в связи с нестабильностью банковской системы Российской Федерации, дороговизной кредитных средств, высокой долей риска, связанного с кредитованием, возникает ряд специфических проблем, требующих решения:

- 1) поиск альтернативных вариантов привлечения заемного капитала с учетом вышеуказанных особенностей;
- 2) разработка инструментов для определения наиболее рационального и наименее затратного варианта кредитования.

Вторая глава диссертационного исследования «Использование управленческих инструментов привлечения заемного капитала» посвящена

разработке управленческих инструментов привлечения заемного капитала, результатом которого стал интегрированный показатель эффективности кредитования. Выявлены особенности управления структурой капитала в современных экономических условиях.

Теоретическая концепция структуры капитала формирует основу выбора ряда стратегических направлений финансового развития предприятия, обеспечивающих возрастание его рыночной стоимости. Современная история структуры капитала возникла в 1958 г., когда экономисты Ф.Модильяни и М.Миллер опубликовали свою работу «The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment», оказавшую самое сильное воздействие из всего когда-либо написанного по проблемам финансирования. Они доказали, что структура капитала фирмы не оказывает влияния на ее стоимость. Иначе говоря, результаты, полученные ими, говорили о том, что не важно, как финансирует свою деятельность компания, стоимость ее от этого не должна меняться.

Из анализа мнений различных авторов в диссертации сделан вывод, что наиболее полное и целостное определение понятия «структура капитала» следующее: соотношение всех форм собственных и заемных финансовых ресурсов, используемых предприятием в процессе своей хозяйственной деятельности для финансирования активов.

Основной задачей управления капиталом предприятия является оптимизация его структуры с учетом заданного уровня его доходности и риска. Одним из механизмов реализации данной задачи является использование финансового левириджа. Финансовый левиридж характеризует использование предприятием заемных средств, которое влияет на изменение коэффициента рентабельности собственного капитала.

$$\text{ЭФЛ} = (1 - \text{Снп}) * (\text{КБРа} - \text{ПБК}) * \text{ЗК/СК},$$

(1)

где ЭФЛ – эффект финансового левириджа, заключающийся в приросте коэффициента рентабельности собственного капитала, %;

Снп – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

КБРа – коэффициент бухгалтерской рентабельности активов, %;

ПБК – средний размер процентов за банковский кредит, уплачиваемых предприятием за использование заемных средств, %;

ЗК – средняя величина заемного капитала, используемого предприятием;

СК – средняя величина собственного капитала предприятия.

Рассмотрим более подробно одну из составляющих эффекта финансового левириджа – дифференциал финансового левириджа, который является условием, формирующим положительный эффект ЭФЛ, и рассчитывается следующим образом:

$$\text{ДФЛ} = \text{КБРа} - \text{ПБК}.$$

(2)

В свою очередь КБРа рассчитывается по формуле:

$$\text{КБРа} = \text{Пбух} / \text{К},$$

(3)

где Пбух – средняя сумма бухгалтерской операционной прибыли;
К - средняя сумма капитала, используемого предприятием.

Кредитные учреждения устанавливают ПБК, исходя, в частности, из суммы заемного капитала. Зачастую сумма дополнительного капитала, привлекаемого предприятием, за счет кредита заведомо меньше суммы всего используемого капитала предприятия. Поэтому, на наш взгляд, в формуле дифференциала используются две несопоставимые относительные величины: при расчете процента бухгалтерской рентабельности учитывают всю сумму используемого капитала, а процент по кредиту, как правило, относится к заведомо меньшей величине. Исходя из этого, расчет дифференциала финансового левериджа некорректен. С нашей точки зрения, более правильно применять отношение: разница абсолютных величин сумм прибыли и погашаемого кредита ко всей сумме используемого капитала предприятия. Исходя из этого, формула ДФЛ примет вид:

$$\text{ДФЛ} = (\text{Пбух} - \sum \text{К}) / \text{К},$$

(4)

где $\sum \text{К}$ – сумма погашаемого кредита.

В свою очередь изменится формула ЭФЛ, которая будет выглядеть следующим образом:

$$\text{ЭФЛ} = (1 - \text{Снп}) * \{(\text{Пбух} - \sum \text{К}) / \text{К}\} * \text{ЗК} / \text{СК}.$$

(5)

Таким образом, эффект финансового левериджа зависит от более корректной и точной величины дифференциала, которая увеличивает возможность получения прибыли за счет привлечения заемных источников.

С помощью финансового левериджа можно управлять как стоимостью, так и структурой капитала предприятия. Оптимальная структура капитала представляет собой такое соотношение использования собственных и заемных средств, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорциональность между коэффициентом финансовой рентабельности и коэффициентом финансовой устойчивости предприятия, т.е. максимизируется его рыночная стоимость. Приоритет здесь отдан показателю рентабельности, который является индикатором соотношения собственного и заемного капитала, так как вывод о наиболее привлекательном коэффициенте финансового левериджа делается в первую очередь на основе коэффициента финансовой рентабельности. В работе использовались отчетные данные трех предприятий машиностроительного комплекса Ярославской области, которые были условно обозначены номерами №1, №2, №3.

На основе изучения кредитных условий отечественных промышленных предприятий и проведенных расчетов делается вывод, что максимальный коэффициент финансовой рентабельности может привести к неплатежеспособности. Так, из анализа деятельности предприятия №3 за 2005 год установлено, что максимальный коэффициент финансовой рентабельности, равный 65,5%, достигается при коэффициенте финансового левериджа 7,5, что определяет соотношение заемного и собственного

капитала в пропорции 88% : 12%. Данная политика формирования оборотного капитала является сверхагрессивной, имеет высокую степень риска неплатежеспособности, при этом могут возникнуть сбои в производственно – коммерческом цикле (см. график 1).

Исходя из этого, нами сделан вывод: максимальный уровень финансовой рентабельности не всегда определяет оптимальную структуру капитала с точки зрения финансовой устойчивости. В современных российских условиях определяющим фактором является коэффициент задолженности. Также необходимо учитывать величину потребности в заемном капитале с учетом поступившего заказа, расширенного воспроизводства, инфляции и конъюнктуры рынка сбыта готовой продукции. Немаловажную роль играет предельный уровень производственных мощностей, которые ограничивают выпуск продукции.

График 1

Зависимость коэффициента задолженности и коэффициента финансовой рентабельности



Банковский кредит имеет широкую целевую направленность и привлекается в самых разных видах. Многообразие условий привлечения банковского кредита определяет необходимость эффективного управления этим процессом на предприятиях. При этом наиболее весомым ограничивающим фактором в процессе планирования использования заемного капитала считается его стоимость, которая должна обеспечивать сохранность рентабельности бизнеса на достаточном уровне для дальнейшего развития предприятия.

В литературе встречается ряд способов выбора наименее затратного вида кредитования. Так, в частности, определение наиболее приемлемого варианта происходит на основе выбора наименьшей процентной ставки по кредиту. Этот подход является упрощенным и не учитывает ряд параметров, таких как способ начисления процентов, срок начисления процентов,

обеспечение кредита и др. Еще одним вариантом, позволяющим сравнивать отклонение стоимости привлечения кредита на условиях отдельных коммерческих банков со средними условиями на финансовом рынке, является показатель «грант-элемент», рассчитываемый по формуле:

$$\Gamma \text{Э} = 100 - \sum_{i=1}^n \frac{ПР + ОД}{БК(1+i)^n} * 100,$$

(6)

где

$\Gamma \text{Э}$ – показатель грант-элемент, %;

ПР – сумма уплачиваемого процента в конкретном интервале (n) кредитного периода;

ОД – сумма амортизируемого основного долга в конкретном интервале (n) кредитного периода;

БК – общая сумма банковского кредита, привлекаемого предприятием;

i – средняя ставка за кредит, сложившаяся на финансовом рынке;

n – конкретный интервал кредитного периода;

t – общая продолжительность кредитного периода.

Особенность данного показателя заключается в том, что при сравнении вариантов кредитования для его расчета он применяет среднюю процентную ставку на финансовом рынке. Она является величиной усредненной и для более точного результата должна постоянно корректироваться в соответствии с выбранной отраслью и регионом применения. Второй особенностью является формула расчета «грант-элемента», в которой применяется постоянный множитель знаменателя БК. В данном случае сумма банковского кредита (БК) всегда умножается на один и тот же коэффициент наращивания, не учитывая способы и виды начисления процентов в каждом конкретном варианте кредитования. Исходя из этого, мы считаем, что необходима разработка универсального показателя, который применяет в качестве объекта сравнения в каждом конкретном случае соответствующий коэффициент наращивания, а также использует при этом единую процентную ставку для всех регионов и отраслей экономики.

Для того чтобы предприятие–заемщик могло сориентироваться в многообразии различных предложений кредитных средств, предлагаем использовать разработанный нами интегрированный показатель эффективности кредитования, который оценивает уровень эффективности условий привлечения банковского кредита в сравнении с неким базовым предложением. В качестве такого предложения используется величина заемных средств, увеличенная на соответствующий коэффициент наращивания с использованием ставки рефинансирования ЦБ РФ. Ставка рефинансирования выбрана по следующим причинам:

1. Это официальная процентная ставка Центрального банка РФ.
2. Она едина для всех кредитных организаций, регионов и отраслей экономики.

3. Это наилучший показатель в качестве ориентира для предприятия-заемщика.

Итак, мы имеем предложение кредитной организации с набором условий предоставления кредита и «базовое наилучшее предложение». Отношение первого ко второму и даст нам интегрированный показатель эффективности кредитования, который представляет собой коэффициент, сравнивающий стоимость и условия привлечения кредита с «базовым» предложением. Расчет показателя эффективности кредитования осуществляется по разработанной нами формуле:

$$Q_{\text{эж}} = \sum_{t=1}^n \frac{P_t + P_n}{Srn},$$

(7)

где $Q_{\text{эж}}$ – разработанный интегрированный показатель эффективности кредитования;

P_t – сумма выплачиваемого основного долга в соответствующем интервале (n) кредитного периода;

P_n – сумма уплачиваемого процента в соответствующем интервале (n) кредитного периода;

Srn – величина «базового предложения»;

n – интервал кредитного периода;

t – продолжительность кредитного периода, выраженная числом интервалов.

Значение $Q_{\text{эж}}$ (рассчитанного коэффициента) должно стремиться к единице ($\rightarrow 1$), то есть чем сильнее коэффициент приближается к единице, тем эффективнее для предприятия-заемщика является рассматриваемый вариант кредитования. Это подтверждается тем, что в знаменателе разработанной формулы показателя эффективности представлена наиболее выгодная для заемщика минимально возможная процентная ставка - ставка рефинансирования, а в числителе - заведомо бóльшая рыночная ставка по кредиту. $Q_{\text{эж}}$ характеризуется только как положительная величина, а предоставление кредита на условиях ниже ставки рефинансирования является экономически нецелесообразным для кредитной организации.

Далее проведен сравнительный анализ банковского кредита и облигационного займа и дана оценка каждому из вариантов привлечения заемного капитала (см. табл. 3).

Объективно оценивая представленные варианты заимствования и учитывая их особенности, можно сделать вывод, что более доступным, менее затратным и более распространенным является банковский кредит. Рассматривая долгосрочную перспективу успешной работы компании-заемщика и учитывая фактор дальнейшего развития и расширения деятельности, рекомендуем пойти по более сложному пути - эмиссии облигаций.

Проведя анализ рынка, можно отметить высокий интерес заемщиков и инвесторов к разным сегментам рынка. Объемы заимствования «коротких»

денег, в том числе и для пополнения оборотных средств, постоянно растут. Этому способствует широкая рекламная кампания в средствах массовой информации кредитных институтов, оказывающих данные услуги. В столь быстро развивающихся условиях заемщик должен грамотно оценивать складывающуюся обстановку и в короткие сроки определяться с выбором кредитного инструмента.

Таблица 3

Сравнительный анализ вариантов привлечения заемного капитала

№ п/п	Объекты сравнения	Варианты привлечения	
		Эмиссия облигаций	Банковский кредит
1	Привлечение дополнительных финансовых структур	Андеррайтер, платежный агент, депозитарий	Нет
2	Подготовка необходимой документации	Бухгалтерская и налоговая отчетность, договор с андеррайтером, договор с платежным агентом, договор о листинге (обязательство регулярно раскрывать информацию о себе)	Бухгалтерская и налоговая отчетность
3	Сроки рассмотрения заявок (на основе проведенного анализа по г. Ярославлю)	1 -3 мес.	0,5 -3 мес.
4	Процентные ставки (на основе проведенного анализа по г. Ярославлю)	Без учета наличия кредитной истории в ср. - 13,5%, с учетом кредитной истории в среднем - 9,5%	Кредитная линия в среднем - 15%, овердрафт - в среднем 12,5%
5	Налоги	Нет	Нет
6	Наличие залога	Нет	Недвижимость, машины, оборудование
7	Зависимость от кредитора	Низкая	Высокая зависимость от одного кредитора (потенциальная возможность переуступки банком долга недружественной структуре)
8	Кредитная история	Наличие положительной кредитной истории непосредственно влияет на процентную ставку	На величину ставки кредита оказывает влияние минимальное

9	Управление займом	Контролируемая возможность размещения займа среди большого числа заемщиков, возможность прямого управления объемом займа путем покупки/продажи облигаций на вторичном рынке	Отсутствует
10	Сроки займа	Оптимальный срок от 1 года	Возможность займа со сроком от 2 недель
11	Объемы займа	Обширный круг инвесторов	Дефицит крупных учреждений, способных выделить необходимый кредитный лимит
12	Приобретение публичного статуса	Формирование кредитного имиджа, потенциальная возможность расширения базы кредиторов	Отсутствует

В каждом из перечисленных в работе источников привлечения капитала есть свои положительные и отрицательные стороны. Так, к примеру, облигационный займ дает возможность гибкого управления привлеченными средствами, тем самым компания создаст положительную кредитную историю, сформирует мотивацию к более эффективной и прозрачной деятельности с более высокими показателями производственно-финансовой деятельности. Кредитная линия и овердрафт ограничивают такую возможность и несут ряд специфических рисков. С другой стороны, кредит привлекает простотой процедуры заимствования, по сравнению с выпуском облигаций.

Возможный спектр управленческих решений при выборе способа привлекаемого заемного капитала представим в виде сводной схемы (см. схему 1).

Мы считаем, что разработанная нами схема принятия решения при привлечении финансовых ресурсов в сочетании с интегрированным показателем эффективности даст возможность менеджерам предприятия выбрать наиболее рациональный вариант пополнения заемных средств в кратчайшие сроки.

В третьей главе диссертационного исследования «Практика управления оборотным капиталом с помощью разработанных управленческих инструментов на основе машиностроительных предприятий Ярославской области» представлена апробация разработанных рекомендаций и показателя эффективности кредитования машиностроительных предприятий Ярославской области.

Анализ данных по предприятиям машиностроительного комплекса Ярославской области подтвердил правильность и объективность теоретических выводов и рекомендаций, сделанных в диссертации:

1. При определении рационального соотношения между собственным и заемным капиталом необходимо руководствоваться в первую очередь не коэффициентом финансовой рентабельности, а коэффициентом задолженности и уровнем чистой прибыли. Коэффициент задолженности должен играть определяющую роль при разработке оптимальной структуры капитала.

Схема управленческих решений при привлечении финансовых ресурсов



В первую очередь необходимо принимать величину заемного капитала в общей сумме используемого капитала. Коэффициент финансовой рентабельности должен служить дополнительным фактором, ограничивающим и регулирующим долю заемного капитала с учетом внешних и внутренних факторов, влияющих на производственный процесс.

2. При обосновании допустимой суммы кредитования целесообразно руководствоваться сопоставлением величины прибыли и суммы погашаемого кредита.
3. Проведенные теоретические и практические расчеты подтверждают объективность оценки по показателю эффективности кредитования $Q_{эк}$ и выбора способа и вида начисления процентов.
4. При выборе наиболее экономически оправданного варианта с помощью $Q_{эк}$ необходимо руководствоваться правилом: чем сильнее коэффициент приближается к единице, тем эффективнее для предприятия-заемщика является рассматриваемый вариант кредитования.
5. Минимальная процентная ставка не является определяющим (наилучшим) показателем при выборе условий кредитования.
6. При выборе варианта кредитования на основе кредитных условий, таких как условия выплаты основного долга, выплаты начисленного процента и обеспечения кредита, необходимо пользоваться правилом максимизации суммы реально используемого кредита.
7. Разработанный интегрированный показатель $Q_{эк}$ может использоваться не только для определения наиболее приемлемого варианта привлечения средств в будущем, но и для проведения анализа привлекаемых кредитов в предыдущих периодах.
8. Сводная схема последовательного принятия решений менеджерами предприятия при привлечении заемного капитала позволяет сделать наиболее рациональный выбор источника и условий кредитования.

В заключении работы кратко сформулированы итоги исследования, сделаны выводы и даны практические рекомендации.

Основные положения и выводы диссертации нашли отражение в следующих **публикациях**:

Статьи в научных журналах, содержащихся в перечне ВАК РФ:

1. Соснин К.Е. Управление структурой оборотного капитала и обоснование потребности дополнительного привлечения краткосрочных средств // Научные Труды Вольного экономического общества России. – М., 2006. Т.76. – С.254-259.

Другие публикации:

2. Соснин К.Е. Облигационный займ - альтернативный вариант привлечению краткосрочных оборотных средств // Экономический вестник Ярославского университета. – Ярославль: ЯрГУ, 2007. №18. – С.49-54.

3. Соснин К.Е. Оптимизация расчетов при определении варианта начисления процентов за используемый кредит // Материалы пятой международной научно-практической конференции «Молодые ученые о современном финансовом рынке Российской Федерации». – Пермь: ПГУ, 2007. – С.191-197.

4. Соснин К.Е. Роль кредита в управлении оборотными средствами в современных условиях // Материалы третьей международной научной конференции молодых ученых, аспирантов и студентов «Молодежь и экономика». – Ярославль: ЯВФЭИ, 2006. Т.3. – С.261-262.

5. Соснин К.Е. Роль кредита в управлении оборотными средствами в современных условиях // Материалы четвертой открытой окружной конференции молодых ученых «Наука и инновации XXI века». – Сургут: СГУ, 2006. – С. 119-120.

6. Соснин К.Е. Управление оборотным капиталом предприятия в современной России // Материалы второй международной научной конференции молодых ученых, аспирантов и студентов «Молодежь и экономика». – Ярославль: ЯВФЭИ, 2005. – С.174-176.

7. Соснин К.Е. Источники формирования оборотного капитала // Материалы шестой международной научно-практической конференции молодых ученых и аспирантов «Инновационное развитие экономики: теория и практика». – Ярославль: ЯрГУ, 2005. – С. 72-74.