

## ВЕКТОРЫ РАЗВИТИЯ ОБОРОТНОГО КАПИТАЛА РОССИЙСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ

© Татьяна Михайловна КОЖЕВНИКОВА

Тамбовский государственный университет им. Г.Р. Державина,  
г. Тамбов, Российская Федерация, кандидат экономических наук, доцент,  
директор института управления и сервиса, e-mail: kozhevnikova-tsutmb@mail.ru

© Стефан Гордеевич ТЕР-АКОПОВ

Тамбовский государственный университет им. Г.Р. Державина,  
г. Тамбов, Российская Федерация, студент института экономики,  
e-mail: s.terakopov@gmail.com

Рассматриваются источники финансирования оборотного капитала через инструменты денежно-го рынка в разрезе привлечения краткосрочных кредитов. На основе современной статистической информации проведен комплексный анализ развития кредитного рынка РФ, приведены основные этапы, показатели и проблемы их развития. Определены факторы, влияющие на структуру заемного капитала для финансирования оборотных средств. При успешном ведении бизнеса поток финансовых средств от продаж готовых товаров примерно соответствует основным потребностям в средствах для продолжения деятельности. Однако некоторые товары и ресурсы, необходимые с коммерческой точки зрения, должны составлять резерв. Например, для бесперебойности производства требуется наличие запасов сырья и материалов, а продажи требуют наличия запасов готовой продукции для осуществления поставок. Следует также учитывать, что в основном продажи готовой продукции производятся в кредит, и денежные поступления отсрочены по времени, а покупка ресурсов также может осуществляться на условиях кредита, который необходимо погасить, т. е. предприятие должно обладать достаточным уровнем ликвидности. Формирование политики управления оборотным капиталом тесно связано с финансовым рынком, на котором компания, с одной стороны, осуществляя краткосрочное заимствование в виде кредитов или в форме выпуска собственных долговых обязательств, прежде всего облигаций, выступает как заемщик и эмитент. С другой стороны, размещая временно свободные денежные средства в приносящие доход ликвидные ценные бумаги, – в качестве инвестора. Финансовый рынок по его роли в финансировании производства в реальном секторе экономики принято подразделять на два больших сегмента: рынок капитала и денежный рынок. Рынок капитала, на котором обращаются средне- и долгосрочные финансовые инструменты, позволяет предприятиям мобилизовать средства для приобретения основного капитала. Денежный рынок через краткосрочные инструменты дает возможность реальному сектору экономики привлекать ресурсы для финансирования оборотного капитала. В узком понимании денежный рынок служит для предоставления и получения краткосрочных кредитов. В более широком понимании к инструментам денежного рынка помимо коммерческих кредитов относят также межбанковские кредиты, депозитные сертификаты, сберегательные сертификаты, векселя, государственные краткосрочные ценные бумаги. Настоящее исследование посвящено оценке текущего состояния российского денежного рынка и его возможностей для финансирования оборотного капитала предприятий через такие инструменты, как облигации, векселя и краткосрочные кредиты.

*Ключевые слова:* факторы; оборотный капитал; финансирование; денежный рынок; кредиты.

Деловая активность предприятия зависит от наличия у него сырья, материалов, услуг, необходимых для производства товаров, а также денежных средств для оплаты при покупке этих ресурсов. Политика управления оборотным капиталом направлена на определение объема и структуры текущих активов, источников их покрытия и соотношения между ними, достаточного для обеспечения долгосрочной производственной и эффективной финансовой деятельности предприятия. Размер и структура оборотного капитала варьируются в зависимости от отраслевой принадлежности предприятия, подвергаются сезонным и циклическим колебаниям, а так-

же зависят от эффективности стратегии управления оборотным капиталом.

Динамика оборотных активов российских организаций носит положительный характер. По данным ЕМИСС по состоянию на 1 января 2013 г. величина оборотных активов российских организаций составила 52,8 трлн руб., что в 2,79 раза больше, чем на аналогичную дату 2007 г. (18,9 трлн руб.) [1]. На фоне этого происходит плавное падение коэффициента обеспеченности российских предприятий собственными оборотными средствами: на 1 января 2013 г. его значение составило минус 17,87 %, на 1 января 2007 г. – минус 11,49 % [2]. В структуре источников

финансирования организаций собственные оборотные средства составили в 2013 г. 64,76 %, в 2011 г. – 72,19 %.

Наиболее ликвидная часть текущих активов – это денежные средства и ценные бумаги. Определенные суммы в виде наличных денежных средств необходимы для использования в случае возникновения неожиданных событий, потребностей или возможностей. Наличные средства сверх предполагаемых потребностей при правильном контроле и регулировании денежных операций должны быть инвестированы в ликвидные ценные бумаги типа государственных облигаций и ценных бумаг, выпущенных другими предприятиями или местными органами власти.

Если собственных оборотных средств для осуществления текущей деятельности у предприятия недостаточно, то оно использует краткосрочные банковские ссуды или другие инструменты и приемы краткосрочного финансирования. Так, в структуре источников финансирования организаций в 1 квартале 2013 г. кредитные и заемные средства составили 22,65 %, финансовые средства клиентов – 11,36 %. Формы привлечения средств тесно связаны с размером предприятия. Для небольших фирм банковские кредиты – практически единственный способ получения внешнего финансирования. Привлечение средств через рынок ценных бумаг осуществляется преимущественно крупнейшими корпорациями.

В развитых странах мира в структуре источников финансирования капитала предприятий через рынок ценных бумаг облигационные займы составляют более 70 %. Облигации как долговая ценная бумага позволяют эмитентам привлекать крупные суммы денежных средств, однако ввиду их эмиссионного характера, согласно действующему законодательству (ФЗ «О рынке ценных бумаг»), требуют от эмитента прохождения установленной процедуры эмиссии, сопровождающейся сбором и подготовкой соответствующих документов и необходимостью раскрытия информации.

Эксперты выделяют три основных этапа развития рынка биржевых облигаций в России:

1 этап (начальный). Ограниченный круг эмитентов и только биржевое обращение облигаций, срок обращения не более 1 г.;

2 этап (с конца 2008 г. по конец 2012 г.). Расширенный круг эмитентов облигаций,

только биржевое обращение облигаций, срок обращения не более 3-х лет. Для начала второго обращения облигаций необходимо полностью завершить их размещение либо должен истечь срок их размещения;

3 этап (конец 2012 г.). Снято ограничение по кругу возможных эмитентов облигаций [3].

Сняты ограничения по раскрытию проспекта эмиссии по обращению облигаций только на бирже, а также на срок обращения облигаций [4]. В настоящий момент в результате последовательного реформирования как законодательства, так и требований самих бирж существенно облегчена процедура выпуска и обращения облигаций на территории РФ. Эмиссия биржевых облигаций осуществляется без государственной регистрации.

В настоящее время к эмитенту биржевых облигаций предъявляются следующие нормативные требования:

- размещение облигаций путем открытой подписки на торгах фондовой биржи, а обращение – только после полной оплаты;

- эмитент облигаций должен работать на рынке не менее 3-х лет и иметь утвержденную годовую бухгалтерскую отчетность за два завершающихся финансовых года;

- облигации не предоставляют их владельцам иных прав, кроме права на получение номинальной стоимости либо номинальной стоимости и процента от номинальной стоимости;

- облигации выпускаются в документарной форме на предъявителя с обязательным централизованным хранением их сертификатов в расчетном депозитарии;

- оплата облигаций при их размещении, а также выплата номинальной стоимости и процентов по облигациям осуществляются только денежными средствами [1].

На российском рынке облигаций наблюдается тенденция по сокращению количества эмитентов облигаций с одновременным увеличением объема и частоты их размещений. Так, количество эмитентов «рыночных» облигаций в течение последних пяти лет (с 2007 по 2012 гг.) снизилось с 465 до 292 эмитентов (на 37,2 %). При этом количество выпусков облигаций за этот период увеличилось с 607 до 767 (на 26 %), а объем внутреннего рынка вырос, соответственно, с 1272 до 4166 млрд руб. (на 228 %). В 2012 г. 179 эмитентов разместили 229 новых выпусков облигаций на общую сумму 1105 млрд руб. [5].

Постепенно растет и объем торгов (биржевых и внебиржевых) корпоративными облигациями: по данным Sbondson увеличился за последние пять лет на 81 %, в то же время растет и количество биржевых сделок по облигациям: в 2007 г. их доля в суммарном объеме сделок составляла 74 %, в 2012 г. – уже 84 % [6]. В 2012 г. в котировальных списках Московской биржи числилось 212 эмитентов и 495 выпусков облигаций с объемом торгов 5318 млрд руб. (в 2007 г. эти показатели составляли 149 эмитентов, 207 выпусков, 2716 млрд руб.). Самыми «торгуемыми» на Московской бирже являются облигации эмитентов ОАО «АК «Транснефть», ОАО «Банк ВТБ», ОАО «РЖД», ОАО «ФСК ЕЭС», ОАО «Внешэкономбанк», ОАО «Газпромбанк».

В 2012 г. только 6 эмитентов из общего количества нарушили свои обязательства по исполнению обязательств; для сравнения в посткризисном 2009 г. таких эмитентов было 110.

Что касается корпоративных еврооблигаций, то в 2012 г. общий объем их выпуска достиг 149,5 млрд долл., что составляет 53 % всего объема корпоративных заимствований.

Таким образом, хотя внутренний рынок корпоративных облигаций и имеет тенденции к увеличению (с 30 % (2005 г.) до 47 % (2012 г.)), большинство облигационных займов российские корпорации предпочитают делать за рубежом. Кроме того, при сопоставлении внутреннего рынка облигаций с ВВП страны (6,7 % в 2012 г.) можно констатировать, что рынок облигаций России по своим объемам является крайне незначительным.

Средневзвешенная доходность к погашению корпоративных облигаций по Индексу MICEXCBITR в течение 2012 г. в среднем составила 8,73 %, что выше ставки рефинансирования ЦБР (спред составлял в среднем 0,65 пп.).

Векселя, являясь также как и облигации долговой ценной бумагой, отличаются от последних прежде всего неэмиссионным характером выпуска и, соответственно, не требуют дорогостоящей и затратной по времени процедуры прохождения эмиссии. Кроме того, в отличие от облигаций векселя при размещении могут оплачиваться не только денежными средствами, но и другим имуществом, например, в виде отсрочки платежа за

поставленный товар. Обращаются векселя только на внебиржевом рынке [7].

Отметим, что в развитых странах векселя никогда не являлись инструментом привлечения ресурсов, а служили расчетным инструментом. Зарубежные банки используют векселя для проведения документарных операций. В России роль векселя исторически несколько иная: долгое время векселя использовались в основном в «зачетных» и минимизирующих налогообложение схемах.

Можно выделить 4 этапа развития вексельного рынка России:

1 этап (1991–1998 гг.). Зарождение и развитие вексельного рынка. До 1993 г. на рынке преобладали банковские векселя, далее в оборот активно вошли векселя предприятий. Так называемая «вексельная» экономика существовала в России практически до конца 90-х гг., когда при дефиците денег векселя повсеместно использовались контрагентами при взаимных расчетах;

2 этап (осень 1998 г. – конец 1999 г.). После кризиса, приведшего к падению финансового рынка страны, векселя долгое время оставались практически единственным доходным активом. В обороте преобладали векселя Газпрома, к концу периода наметилось оживление на рынке банковских векселей;

3 этап (2000–2008 гг.). Оживление в реальном секторе экономики и дифференциация бизнеса приводят к постепенной стабилизации долгового рынка. После 2003 г. происходит сокращение доли векселей крупных заемщиков и активизация вексельных программ предприятий с целью оптимизации налогообложения. Начиная с 2007 г. резко сократилась практика расчета векселями за товары и услуги. Так, в январе 2006 г. объем оплаченной векселями продукции составил 14,4 млрд руб., а в январе 2007 г. уже только 1,4 млрд руб.;

4 этап (с 2008 г. – по настоящее время). Сокращение доли вексельного рынка на фоне увеличения рынка муниципальных и корпоративных облигаций. В то же время расширяется практика крупных предприятий расчета векселями с поставщиками (векселя АвтоВАЗа, Иркутскэнерго, Уралвагонзавода) и увеличение кредитования Центральным банком России под залог векселей предприятий на основе Положения ЦБ РФ от 12 ноября 2007 г. № 312-П [2].

Интерес к выпуску векселей с точки зрения финансирования оборотного капитала

предприятий можно обосновать наличием ряда преимуществ векселей относительно облигаций:

- легкий и быстрый доступ к рынку капитала (без прохождения процедуры эмиссии и листинга);
- существенное сокращение регулятивных издержек;
- высокая маневренность по времени и срокам привлечения заемных средств. Векселя можно выпускать небольшими траншами по мере необходимости;
- возможность гибкого регулирования стоимости финансовых ресурсов для предприятия-векселедателя;
- дополнительные возможности управления собственным долговым портфелем (например, за счет досрочного учета векселей с различными сроками обращения);
- возможность использования векселей в качестве расчетного средства (возможность их передачи путем проставления индоссамента) [3].

Среди преимуществ векселей по сравнению с банковскими кредитами можно выделить, во-первых, беззалоговый характер заимствования, во-вторых, возможность вторичного обращения, в-третьих, при правильном структурировании займа предприятие получает не одного крупного кредитора, от которого полностью зависит, а множество мелких.

К основным недостаткам вексельного заимствования по сравнению с облигациями и банковскими кредитами можно отнести невысокий размер суммы заимствований, «непрозрачность» ценообразования и недостаточную с точки зрения потенциальных инвесторов надежность заемщиков ресурсов, поскольку векселедатель не подвергается биржевой (процедура листинга) либо кредитной проверке. Бумажная форма векселей требует специфических затрат на их хранение, транспортировку, экспертизу, существует риск их подделки и порчи [3]. Кроме того, рынок векселей является непрозрачным для государственного регулирования в силу специфики самой ценной бумаги, которая попадает под действие в основном международного законодательства (Женевских конвенций, членом которых является в т. ч. и Россия).

В итоге векселя как инструмент финансирования оборотного капитала постепенно вытесняются облигациями, однако, как отмечается в аналитическом обзоре НАУФОР,

«вексельный рынок по своим масштабам пока еще является заметным элементом внутреннего долгового рынка». Его доля составляет около 6 % долгового рынка России (в 2005 г. эта цифра составляла 25 %). Объем вексельного рынка в течение последних пяти лет колебался в интервале от 400 до 580 млрд руб. и составил 525 млрд руб. в 2012 г. В последние годы на рынке наблюдается тенденция к сокращению срока обращения векселей: 67 % рынка составляют векселя сроком обращения до 1 года, из них более 65 % со сроком платежа от 181 дня до 1 года. Что касается доходности векселей, то средневзвешенные процентные ставки по векселям предприятий, учтенных коммерческими банками, составили в январе 2011 г. 13,46 % по месячным векселям, 10,29 % по векселям сроком погашения от 181 дня до 1 года [5]. Из всего объема рынка векселя предприятий промышленности и торговли составляют только 19 %, остальное – банковские векселя (81 % рынка).

Выбор соответствующих источников финансирования оборотного капитала в конечном итоге определяет уровень финансово-экономической устойчивости предприятия и эффективность его деятельности. Чтобы нормально функционировать в современной рыночной среде с высокой степенью неопределенности, каждое предприятие должно не только обеспечить оптимальное соотношение между собственным и заемным капиталом, но и формировать структуру заемного капитала для финансирования оборотных средств с учетом следующих факторов:

1) требуемым размером ресурсов. Потребность в заемных средствах в сумме до 100 млн руб. целесообразнее всего удовлетворять через банковское кредитование. Выпуск облигаций эффективно делать лишь при больших суммах заимствований – от 500 млн руб., иначе он будет неликвидным;

2) «долговым» опытом. Классическую схему привлечения заемных ресурсов можно представить следующим образом: банковское кредитование – выпуск векселей – эмиссия облигаций. Вексельный заем предшествует облигационному, поскольку не ограничивается в объеме и сроках размещения, прост по организации и низкокзатратен. Выпуск векселей позволяет предприятиям впервые заявить о себе на долговом рынке и в короткий срок создать положительную публичную кредитную историю, что впоследст-

вии создаст твердый «фундамент» для размещения облигационных займов;

3) национальными особенностями долговых инструментов и новациями на долговом рынке. Проведенный сравнительный анализ инструментов денежного рынка показал не только достоинства и недостатки каждого инструмента, но и в целом положительную динамику их развития в России. Нельзя не учитывать при этом высокую степень «инновационности» финансового рынка: ценные бумаги и законодательство в этой области совершенствуется за сравнительно короткие сроки. Если за прошедшие три года предприятиям стал доступен такой инструмент, как биржевые облигации, то через несколько лет, скорее всего, войдет в оборот электронная документарная и пластиковая формы векселей, что повысит интерес потенциальных кредиторов к данному инструменту;

4) стоимостью ресурсов. Процентная ставка на вексельном рынке обычно немного выше, чем на облигационном (включает премию за риск), но в то же время сама процедура выпуска векселей более дешевая. Что касается банковских кредитов, как правило, они более «дорогие», чем заимствования на долговом сегменте рынка ценных бумаг.

Исследование показывает, что благодаря оптимальному управлению оборотными средствами, полному использованию прав на налоговые скидки, способности направлять конфликты и разногласия в конструктивное русло, предприятия могут существенно понизить уровень делового риска, влияющего на их финансовую устойчивость и платежеспособность, а мелкие компании увеличить свой оборотный капитал на 10–50 %.

1. Романьков М. Облигации на Московской бирже: презентация Московской биржи. URL: <http://moex.com> (дата обращения: 30.07.2014).
2. Шевченко Д.А., Щербинин Т.А. Институциональные аспекты развития российского век-

сельного рынка // Вопросы регулирования экономики. 2012. Т. 3. № 1. С. 78-87.

3. Ермак А. Вексель как инструмент краткосрочного финансирования. Особенности, преимущества, недостатки // Справочник эмитента 2008. URL: <http://www.region.ru> (дата обращения: 30.07.2014).
4. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: полный курс: в 2 т. СПб., 1997. Т. 1.
5. Российский фондовый рынок 2012. События и факты. Аналитический обзор НАУФОР. URL: <http://www.naufor.ru> (дата обращения: 28.07.2014).
6. Комментарии и аналитика (Россия) // Cbonds. URL: <http://ru.cbonds.info> (дата обращения: 28.07.2014).
7. Носкова Е. Проблема не в ставках // Российская бизнес-газета. URL: <http://www.rg.ru> (дата обращения: 28.07.2014).

- 
1. Roman'kov M. Obligatsii na Moskovskoy birzhe: prezentatsiya Moskovskoy birzhi. URL: <http://moex.com> (data obrashcheniya: 30.07.2014).
  2. Shevchenko D.A., Shcherbinin T.A. Institutsional'nye aspekty razvitiya rossiyskogo veksel'nogo rynka // Voprosy regulirovaniya ekonomiki. 2012. T. 3. № 1. S. 78-87.
  3. Ermak A. Veksel' kak instrument kratkosrochnogo finansirovaniya. Osobennosti, preimushchestva, nedostatki // Spravochnik emitenta 2008. URL: <http://www.region.ru> (data obrashcheniya: 30.07.2014).
  4. Brighem Yu., Gapenski L. Finansovyy menedzhment: polnyy kurs: v 2 t. SPb., 1997. T. 1.
  5. Rossiyskiy fondovyy ryok 2012. Sobytiya i fakty. Analiticheskiy obzor NAUFOR. URL: <http://www.naufor.ru> (data obrashcheniya: 28.07.2014).
  6. Kommentarii i analitika (Rossiya) // Cbonds. URL: <http://ru.cbonds.info> (data obrashcheniya: 28.07.2014).
  7. Noskova E. Problema ne v stavkakh // Rossiyskaya biznes-gazeta. URL: <http://www.rg.ru> (data obrashcheniya: 28.07.2014).

Поступила в редакцию 30.08.2014 г.

UDC 330.341.4

VECTORS OF WORKING CAPITAL OF RUSSIAN ENTERPRISES

Tatyana Mikhailovna KOZHEVNIKOVA, Tambov State University named after G.R. Derzhavin, Tambov, Russian Federation, Candidate of Economics, Associate Professor, Director of Management and Service Institute, e-mail: [kozhevnikova-tsutmb@mail.ru](mailto:kozhevnikova-tsutmb@mail.ru)

Stefan Gordeyevich TER-AKOPOV, Tambov State University named after G.R. Derzhavin, Tambov, Russian Federation, Student of Economics Institute, e-mail: [s.terakopov@gmail.com](mailto:s.terakopov@gmail.com)

This article discusses the sources of working capital financing through money market instruments in the context of attracting short-term loans. Based on recent statistical information a comprehensive analysis of the development of the credit market of the Russian Federation is conducted, the basic steps of indicators and their development problems are considered. The factors influencing the structure of debt capital to finance working capital are given. With the successful conduct of

business flow of funds from the sale of finished goods corresponds approximately to the basic needs for funds to continue the work. However, some of the goods and resources required from a commercial point of view should be a reserve. For example, for the security of production requires the presence of stocks of raw materials and sales require stocks of finished products to supply. It should also be borne in mind that most sales of finished products manufactured in credit and cash receipts are delayed in time, and the purchase of resources can also be carried out under the terms of the loan that must be repaid what means the company should have adequate liquidity. Policy-making working capital management is closely linked to the financial market in which the company, on the one hand, carrying out short-term borrowing in the form of loans or in the form of issuing its own debt, first of all bonds, acts as the borrower and the issuer. On the other hand, placing temporarily available funds in income-marketable securities – as an investor. Financial market for its role in the financing of production in the real sector of the economy can be subdivided into two major segments: the capital market and money market. Capital market, which draws the medium and long-term financial instruments, allows businesses to raise funds for the acquisition of capital assets. Money market through short-term instruments enables the real economy to mobilize resources to finance working capital. In the narrow sense of the money market short-term loans are provided and obtained. In a broader sense to the money market instruments in addition to commercial loans also include interbank loans, certificates of deposit, savings certificates, bonds, short-term government securities. The present study focused on assessing the current state of the money market and its ability to finance the working capital of enterprises through instruments such as bonds, notes and short-term loans.

*Key words:* factors; working capital; financing; money market; loans.