

Сравнительный анализ основных источников привлечения денежных средств

© 2007 Б.У. Бурганов

Казанский государственный технический университет им. А.Н. Туполева

Рассматривается вопрос выбора источника финансирования крупномасштабных инвестиционных проектов, в том числе использование заемного капитала.

Условно основные источники привлечения инвестиций можно разбить на следующие группы (см. рисунок).

На сегодняшний день компания в зависимости от преследуемых целей и имеющихся возможностей при рассмотрении вопроса о привле-



Рис. Источники привлечения инвестиций

Исходя из тех целей, которые преследует компания (в лице ее менеджмента и собственников), изначально рассматривается вопрос о пополнении собственных средств компании (за счет средств акционеров и заинтересованных инвесторов) путем выпуска и размещения дополнительных акций либо путем привлечения заемных инвестиций (путем выпуска и размещения облигаций, выпуска векселя или получения банковского кредита). С одной стороны, всегда привлекательно получить дополнительное финансирование без необходимости его возвращать. Однако такие инвестиции практически всегда связаны с изменением структуры акционерного капитала, что, естественно, не всегда приветствуется доминирующими акционерами компании. А заемные средства, во-первых, отягощают структуру баланса компании, во-вторых, предоставляются на трех основных условиях: возвратности, срочности и платности.

Иногда оптимальным способом привлечения инвестиций является использование так называемой гибридной формы, т.е. организации выпуска облигаций, конвертируемых (обмениваемых) в акции общества. Такая конвертация проводится в порядке и в сроки, устанавливаемые компанией-заемщиком (как правило, при наступлении срока погашения облигаций их владельцам предоставляется право по своему усмотрению получить причитающиеся денежные средства или акции компании).

При выборе источника заемных инвестиций фактически встает перед выбором одного (или комбинированием нескольких) из источников заемных средств: вексельный заем, банковский кредит, облигационный заем.

Следует акцентировать внимание на том, что среди перечисленных источников привлечения заемных инвестиций нет одного абсолютно оптимального для всех компаний, каждый из указанных способов привлечения средств обладает своими плюсами и минусами. Например, оформление вексельного займа менее затратно и в части временного фактора (не требуется государственной регистрации выпуска ценных бумаг), и в части расходной составляющей (не требуется оплаты государственной пошлины как при организации облигационного займа). Однако вексельный заем не позволит привлечь компании такой объем инвестиций, который реально обеспечивает выпуск облигаций, кроме того, в отличие от облигационного займа, вексельный заем не создает общеизвестной позитивной кредитной истории.

При анализе источников финансирования бизнеса, прежде всего, компании необходимо оценить свои цели (как краткосрочные, так и долгосрочные) и возможности. Если целью является привлечение объема денежных средств в сжатые сроки с минимальными затратами, то вексельный заем более оптимален, чем кредит в банке или выпуск облигаций. Если руководство

компания ставит перед собой цель провести масштабную PR-компанию, создать рыночную (общеизвестную) кредитную историю, привлечь значительный объем инвестиций, то наиболее оптимальным является выпуск облигаций.

На сегодняшний день корпоративные облигации как источник привлечения инвестиций являются реальной альтернативой банковским кредитам.

Вместе с тем банковские кредиты были и пока остаются основным источником долгового финансирования для большинства российских предприятий. Объем банковского кредитования предприятий значительно превышает объемы рынка корпоративных облигаций и векселей вместе взятых.

Тенденция превалирования банковских кредитов над облигационным и вексельным источником финансирования сохраняется за счет следующих факторов:

1. Относительная простота и “понятность” технологии получения кредита в банке.

Для абсолютного большинства российских компаний среднего эшелона процедура выпуска и размещения облигаций непонятна. С кредитованием так или иначе сталкивались почти все компании, а выпуск облигаций пока для многих остается чем-то вроде экзотики.

2. Отсутствие накладных расходов.

Затраты на осуществление облигационного займа включают в себя такие величины, как государственная пошлина за государственную регистрацию выпуска ценных бумаг, оплата услуг основных организаторов облигационного займа (андеррайтеров, депозитария, биржи и т. п.). Указанные расходы могут достигать 2-3 % объема привлекаемых инвестиций, что, несомненно, удорожает облигационное финансирование по сравнению с банковским кредитом. Важно также, что основную часть указанных расходов компания-заемщик должна оплатить до момента фактического размещения облигаций, вне зависимости от успешности (наличия спроса на облигации данной компании среди инвесторов) или полного провала (предварительные гарантии андеррайтеров не находят подтверждения среди инвесторов). При оформлении кредита базовые тарифы за рассмотрение заявления значительно меньше или отсутствуют вообще.

3. Возможность прямого диалога с кредитором.

В случае возникновения в компании трудной финансовой ситуации компания может предпринять попытки реструктуризации долга, пролонгировать заем, т.е. заемщик имеет прямой контакт с кредитором. При этом в слу-

чае выпуска облигационного займа круг инвесторов достаточно широк. Это означает, что договориться об условиях реструктуризации долга со всеми на одинаковых условиях - задача практически не реализуемая. Нормативные документы, регулирующие процедуру выпуска и обращения облигаций, предусматривают такое понятие, как “новация долга”, т.е. замена основных условий облигационного займа. Однако этот инструмент не нашел своего применения на рынке ввиду следующих причин: во-первых, ввиду несовершенства законодательной базы в этой области; во-вторых, ввиду того, что факт дефолта по облигационному займу обязательно станет достоянием общественности, организация последующих займов для компании будет практически невозможной.

Тем не менее привлечение финансовых средств путем организации облигационного займа имеет ряд преимуществ перед банковским кредитом.

Наблюдаемый в последнее время рост интереса предприятий к привлечению заемных денежных средств путем выпуска облигаций обусловлен несколькими факторами, но главный из них состоит в возможностях, открывающихся для общества - эмитента облигаций. Вот основные из них:

- Создание собственной/индивидуальной схемы заимствования денежных средств.

Определяя параметры займа, т.е. объем привлекаемых средств, срок, на который данные инвестиции будут привлечены, доходность выпускаемых облигаций, возможность досрочного погашения облигаций и иные условия, компания - эмитент облигаций, естественно, должна учитывать пожелания потенциальных инвесторов. Это связано с тем, что основным моментом при организации облигационного займа является уверенность в его размещении, т.е. в его востребованности инвесторами. Однако последнее слово всегда остается за самой компанией, выпускающей облигации, т.е. за заемщиком.

В случае привлечения денежных средств путем оформления банковского кредита основные условия займа (объем, срок, величина процентной ставки и т.п.) определяются кредитором, т.е. банком, на основании установленной в данном конкретном банке кредитной политики.

- Привлечение значительных заемных средств от широкого круга потенциальных инвесторов без посредников.

В отличие от банковского кредита, выпуск облигаций обеспечивает компании прямой выход на инвестора. Банк при рассмотрении вопроса о предоставлении кредита и о его размере, прежде все-

го, руководствуется объемом денежных средств, привлеченных из различных источников. Денежные средства компания получает с условиями “накрутки”, так как банк с экономической точки зрения - посредник между реальными кредиторами (вкладчиками) и компанией-заемщиком.

Кроме того, банк, предоставляя кредит, руководствуется нормативами Центрального банка России и внутренней кредитной политикой, что не позволяет ему предоставить в виде займа (кредита) объем денежных средств, который заемщик может привлечь на российском фондовом рынке.

- Отсутствие зависимости от основного кредитора.

Облигационный заем исключает возможность зависимости от кредиторов (владельцев облигаций), так как, размещая облигации на фондовом рынке, как уже говорилось выше, инвестиции привлекаются от широкого круга лиц. Иначе ситуация обстоит при оформлении заемщиком банковского кредита. При предоставлении кредита банк, как правило, настаивает на переводе на его корреспондентский счет расчетного счета компании-заемщика, что может привести к концентрации на счете в банке-кредиторе основной части средств общества, что означает прямую финансовую зависимость.

- Отсутствие контроля за использованием привлеченных денежных средств.

Привлекая инвестиции путем выпуска и размещения облигаций, заемщик описывает инвесторам основные цели, на которые планирует использовать данные денежные средства. Фактически контроль за использованием денежных средств, привлеченных с помощью облигаций, инвесторы не осуществляют, так как

он сложно реализуем. В случае кредита банк жестко контролирует соответствие целевой направленности при использовании привлеченных заемных средств.

- Создание позитивной кредитной истории компании.

Успешная реализация компанией облигационного займа - публичное событие, которое получает определенный общественный резонанс, в частности, отражается в средствах массовой информации, что способствует созданию кредитной истории и повышению инвестиционной привлекательности компании - эмитента. Следует обратить внимание, что кредитная история и завоеванный позитивный инвестиционный статус в глазах инвесторов впоследствии позволят данному заемщику привлечь инвестиции под более низкий процент, т.е. будут способствовать удешевлению займа.

С банковским кредитом ситуация несколько иная. Как правило, ни сам банк, ни заемщик не афишируют свои финансовые взаимоотношения. Факт предоставления кредита определенным банком определенному заемщику становится известным широкому кругу лиц только по согласованию с заемщиком.

Таким образом, выбор компанией-заемщиком того или иного вида привлечения заемных средств зависит в первую очередь от цели использования данных средств, суммы и финансового положения компании в данный момент. В целях осуществления крупномасштабных инвестиционных проектов компании, не располагающие достаточным для реализации объемом собственных средств, используют различные виды привлечения заемных средств, исходя из возможных параметров привлечения.

Поступила в редакцию 07.03.2007 г.