

В статье исследовано инвестиционное и финансовое поведение российских компаний, оценена реальная готовность предприятий промышленности к оптимизации структуры капитала. На основе данных о динамике структуры капитала сделана попытка выявить факторы, препятствующие росту инвестиционной активности российских компаний.

Российские компании и эффект финансового рычага

Т. П. ЧЕРЕМИСИНА,
кандидат экономических наук,
Институт экономики и организации
промышленного производства СО РАН,
Новосибирск

Инвестиционное и финансовое поведение компаний, фирм, предприятий определяется их инвестиционными намерениями (развитие, расширение деятельности путем реализации инвестиционных проектов), а также доступностью и разнообразием источников долгосрочного капитала. Инвестиционные намерения финансово устойчивых компаний реализуются, как правило, когда достигнут предельный эффект масштаба, и для дальнейшего роста необходимо наращивать долю постоянных затрат в совокупных издержках.

В стабильных рыночных экономиках компании используют эффект финансового рычага, контролируя при этом совокупные риски. Мировая практика свидетельствует, что руководители большинства предприятий уделяют значительное внимание оптимизации структуры капитала, более того, решение этой задачи составляет одну из основных функций финансового менеджмента. Как показали М. Миллер и Ф. Модильяни, известные теоретики в области структуры капитала¹, оптимизация этой структуры может за счет сни-

¹ Структура капитала – структура средств, полученных предприятием из различных источников долгосрочного финансирования, соотношение между собственными и заемными источниками финансирования.



жения издержек капитала повысить стоимость компании и сделать ее собственников богаче. Одним из важнейших факторов данного эффекта является возможность отнесения процентов за кредит на себестоимость, иными словами – исключение этих сумм из налогооблагаемой прибыли (налоговая асимметрия).

Теория структуры капитала гласит: эффект финансового рычага (F) положителен, пока затраты на обслуживание заемного капитала не превышают доходности всего капитала.

Финансовый рычаг – совокупное воздействие на уровень прибыли за счет собственного капитала и заемного финансирования.

В европейской модели финансовый рычаг рассматривается как отношение общей задолженности предприятия к общей сумме собственного капитала.

В американской модели финансовый рычаг рассчитывается как отношение изменения чистой прибыли на акцию к изменению нетто-результата эксплуатации инвестиций.

**Источник: Словарь по экономике и финансам.
Глоссарий. ру**

Существует предельное (оптимальное) соотношение между заемным и собственным капиталом, выше которого затраты на обслуживание займа не покрываются рентабельностью капитала компании:

$$F = 100\% \cdot (1 - t) \cdot (R - r) \cdot D / E,$$

где t – ставка налога на прибыль предприятия;

R – рентабельность активов, по которой кредитор определяет меру риска;

r – средняя ставка по заемному капиталу компании;

D – долгосрочный заемный капитал;

E – долгосрочный собственный капитал.

Произведение $(1 - t) \cdot (R - r)$ назвали дифференциалом, соотношение $100\% \cdot D / E$ – «плечом рычага», оно характеризует силу воздействия финансового рычага.

Итак, эффект финансового рычага складывается из влияния двух взаимосвязанных составляющих: дифференциала и плеча рычага. В экономике с развитым финансовым рынком наращивание второго (т. е. увеличение заемного капитала)

ведет к падению первого (растет ставка по кредитам). На величину эффекта финансового рычага влияют два внешних для компании фактора: ставка налога на прибыль t и средняя стоимость заемного капитала r .

Вообще говоря, налогообложение прибыли снижает значение эффекта финансового рычага, причем тем меньше, чем ниже ставка налога на прибыль. При одном и том же плече эффект рычага выше в экономике с более низкой ставкой. Средняя ставка по заемному капиталу растет с увеличением доли плеча рычага, поскольку повышается финансовый риск кредитора, требующего компенсации доходностью. При прочих равных условиях рентабельность активов снижается по мере роста заемного капитала. Ее величина подвержена влиянию отраслевой принадлежности – капиталоемкие отрасли (железнодорожный транспорт или атомная энергетика) характеризуются низким уровнем рентабельности активов, а компании с небольшими операционными издержками (программистские компании или кадровые агентства) – высоким, поскольку необходимый уровень активов у них гораздо ниже.

При одинаковом плече рычага величина F выше в той фирме, где выше разница $R-r$. Размер этой разницы, отражающий чистый эффект от привлечения заемного капитала (без учета риска), подвержен воздействию конкуренции и зависит от степени развития финансовых институтов. В экономиках с развитыми финансовыми институтами и высокой конкуренцией превышение R над r не так значительно, как в развивающихся странах с высоким уровнем неопределенности. Проявляется это в том, что в стабильной рыночной среде с относительно невысоким систематическим риском компании «улавливают» эффект финансового рычага и используют его даже при невысоком дифференциале рычага. Нестабильность среды снижает склонность компаний к риску и увеличивает требуемую ими ставку доходности (премию за риск), в результате чего растет как среднерыночная стоимость заемного капитала, так и рентабельность активов. Если предположить, что чистый эффект $R-r$ в российской экономике выше, чем в стабильных экономиках, то и

эффект финансового рычага с учетом риска выше. Это означает, что **растущие российские компании способны в больших масштабах улавливать эффект оптимизации структуры капитала.**

Российские реалии

Ставка налога на прибыль в России одна из самых низких (24%), значит, по этому параметру российские компании, привлекающие заемный капитал для своего развития, имеют преимущество в использовании эффекта финансового рычага.

Превышение R над r применительно к развивающимся российским компаниям едва ли ниже, чем в растущих компаниях развитых стран. Поясним этот тезис: в величинах обоих параметров присутствует высокая инфляционная составляющая, поэтому в растущих российских компаниях оба эти параметра выше, чем в стабильных западных экономиках. Однако, кроме инфляционной составляющей, оба показателя улавливают еще и премии за риски (систематический, операционный, финансовый), которые в растущих российских компаниях, бесспорно, выше. Следовательно, эффект финансового рычага в России должен проявляться сильнее, чем в стабильных рыночных экономиках с развитыми финансовыми рынками.

Если это действительно так, зададимся вопросом – учитывают ли российские компании эффект финансового рычага? Использует ли отечественный бизнес открывающиеся возможности оптимизации структуры капитала, позволяющие эффективнее задействовать дешевые заемные (по сравнению с собственными) средства при реализации инвестиционных проектов? Другими словами, «работает» ли теория M&M в условиях современной России?

Признаком проявления компанией интереса к оптимизации структуры капитала может служить относительная неизменность соотношения привлекаемых собственных и заемных средств в течение 3–7 лет – приблизительного (в зависимости от масштабов компании) срока реализации инвестиционного проекта. Отраслевая статистика не может

уловить приверженность компаний той или иной стратегии в отношении структуры капитала, но позволяет подметить общую тенденцию роста или снижения финансового рычага. Мониторинг структуры капитала российских компаний ведется относительно недавно – с 2003 г.

Хотя период наблюдения очень короткий, данные первого года наблюдений показывают довольно высокий уровень финансового рычага по многим отраслям и видам деятельности (табл. 1). Но динамика структуры капитала нестабильна: в 2004 г. доля заемного капитала заметно снизилась практически по всей экономике, причем наиболее резко – в добывающих отраслях. Преодолеть выявленную негативную тенденцию к 2005 г. удалось компаниям ограниченного круга отраслей и видов деятельности.

Таблица 1

Динамика рыночной структуры капитала по отраслям и видам деятельности в РФ в 2003–2005 гг.

Отрасль	Рыночное соотношение долгового и собствен- ного капиталов			Удельный вес заемного капитала, %		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Авиакомпании	0,573	0,4895	0,2704	36,42	32,9	21,28
Аэрокосмическая	0,474	0,303	0,2573	32,14	23,3	20,46
Биотехнология	0,039	0,04	0,04	3,78	3,8	3,80
Гостиничный и игровой бизнес	0,778	0,431	0,3564	43,76	30,1	26,28
Деревообработка	0,804	0,658	0,7732	44,58	39,7	43,61
Добыча металлов	0,344	0,184	0,1543	25,58	15,5	13,37
Железнодорожный транспорт	0,705	0,426	0,3414	41,35	29,9	25,45
Жилищное строительство	0,669	0,46	0,4944	40,09	31,5	33,08
Интернет	0,075	0,02	0,018	6,95	2,0	1,77
Машиностроение	0,498	0,36	0,36	33,23	26,5	26,50
Мебельная	0,160	0,159	0,1728	13,80	13,7	14,73
Металлургия	0,183	0,121	0,1103	15,44	10,8	9,93
Нефтяная и газовая	1,026	0,194	0,1125	50,65	16,2	10,12
Обувная	0,110	0,05	0,05	9,88	4,8	4,80
Операции с недвижимостью	0,697	0,04	0,0442	41,08	3,8	4,23

Отрасль	Рыночное соотношение долгового и собствен- ного капиталов			Удельный вес заемного капитала, %		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Производство продуктов питания	0,372	0,22	0,2728	27,14	18,0	21,44
Производство стройматериалов	0,472	0,277	0,277	32,07	21,7	21,70
Реклама	0,276	0,216	0,2704	21,59	17,8	21,28
Телекоммуникации: обслуживание населения	0,776	0,276	0,0358	43,70	21,6	3,46
Телекоммуникации: производство оборудования	0,128	0,034	0,4102	11,37	3,3	29,09
Торговля компьютерами	0,034	0,034	0,034	3,25	3,3	3,30
Торговля одеждой	0,236	0,168	16,18	19,12	14,4	13,92
Торговля продук- тами питания	0,296	0,201	0,2866	22,85	16,7	22,28
Угольная	0,489	0,176	0,1232	32,85	15,0	10,97
Упаковка	0,861	0,639	0,6601	46,27	39,0	39,76
Фармацевтическая	0,115	0,079	0,0856	10,32	7,3	7,88
Химическая	0,260	0,169	0,1737	20,64	14,5	14,8
Целлюлозно- бумажная	0,804	0,658	0,7732	44,58	39,7	43,61
Энергетика	1,380	0,912	0,7884	58,07	47,7	44,09

Источник: www.damodoran.com (STERN SCHOOL OF BUSINESS, NEW YORK);
 Колягин А., Лимитовский М. Долгосрочная рыночная информация для инвести-
 ционных аналитиков. Совместный проект ГИФА и ВШФМ АНХ // РЦБ. 2004.
 № 7. С. 46, 47; 2005. № 8. С. 47, 48; № 15. С. 76; 2006. № 6. С. 44, 45.

Столь резкое изменение структуры капитала, затронув-
 шее практически все секторы экономики, очевидно, свиде-
 тельствует о существенном изменении инвестиционного
 климата. Наиболее сильно доля заемного капитала снизи-
 лась в добывающих компаниях топливно-энергетического
 комплекса, т. е. это с большой вероятностью связано с со-
 бытиями в нефтяной компании ОАО «ЮКОС». На эти собы-
 тия отреагировал практически весь рынок, хотя они каса-

лись лишь одной, правда, крупнейшей, компании. Последствия непрогнозируемого изменения «правил игры» в отношении ОАО «ЮКОС» носили и продолжают носить макроэкономический характер – отмечается рост общего рыночного риска, измеренного коэффициентом бета.

Коэффициент бета (Beta coefficient) – характеристика риска, с которым связано владение теми или иными акциями. Коэффициент β является показателем относительной неустойчивости курса акций по сравнению с остальным рынком:

- в целом по рынку (индекс РЦБ) $\beta = 1$;
- для более устойчивых акций, обращающихся на рынке, $\beta < 1$;
- для более неустойчивых акций $\beta > 1$.

Коэффициент β рассматривается как мера систематического (неустраняемого) риска рынка. Значение коэффициента показывает, как изменится доходность акции, если доходность рынка изменится на 1 % (табл. 2).

Таблица 2

Коэффициенты систематического риска (β) по секторам экономики России в 2003–2005 гг.

Сектор	Отрасли, входящие в сектор	Коэффициент β		
		2003	2004	2005
Сырье и материалы	Химическая, горная, деревообрабатывающая, целлюлозно-бумажная промышленность, металлургия	0,83	0,89	0,96
Тяжелая промышленность	Аэрокосмическая, оборонная промышленность, тяжелое машиностроение, строительство промышленных объектов и производство стройматериалов	0,69	0,81	0,96
Производство товаров циклического спроса	Автомобилестроение, текстильная, мебельная промышленность, производство одежды, аудио- и видеоаппаратуры, ювелирное дело	1,03	1,08	1,13
Производство товаров потребительского нециклического спроса	Пищевая, рыбная, табачная промышленность, производство алкогольных и безалкогольных напитков, сопутствующих товаров	0,23	0,27	0,37
Энергетическое сырье	Угольная, нефтяная и газовая промышленность	0,55	0,66	0,72

Сектор	Отрасли, входящие в сектор	Коэффициент β		
		2003	2004	2005
Финансовые институты	Банки, страховые и инвестиционные компании	0,81	0,8	0,77
Здравоохранение	Фармацевтическая промышленность, биотехнология, медицина: обслуживание населения и производство аппаратуры	0,49	0,47	0,61
Услуги	Реклама, масс-медиа, городское хозяйство, общественное питание, казино, школы, торговля	1,01	1,01	1,07
Высокие технологии	Телекоммуникации, компьютерная индустрия, программирование, производство научно-технической аппаратуры	2,02	1,83	1,95
Транспорт	Авто-, авиа-, железнодорожный и водный транспорт	0,66	0,64	0,78
Коммунальное хозяйство и энергетика	Электро-, газо- и водоснабжение	0,23	н. д.	0,54

Источник: www.investor.reuters.com; «Рынок ценных бумаг» за 2004–2006 гг.

Коэффициенты систематического рынка растут практически во всех отраслях: компании, не желая наращивать и без того высокий производственный риск риском финансовым, заметно снизили свой интерес к заемному капиталу.

В сравнении с Канадой

Для сравнения структуры и рентабельности используемого капитала в стабильной и развивающейся экономике сопоставим соответствующие российские и канадские данные (табл. 3–4). Как база сравнения Канада выбрана постольку, поскольку по размерам, природно-климатическим условиям она близка к России и характеризуется высоким уровнем экономической и политической стабильности.

Хотя канадская классификация отраслей и секторов экономики несколько отличается от российской, общее представление она дает и позволяет в целом сопоставить структуру капитала обеих стран (табл. 3 и 1), а также сравнить

Таблица 3

**Динамика рыночной структуры капитала и рентабельности
используемых активов по отраслям и секторам экономики
Канады в 2003–2005 гг.**

Отрасль и сектор экономики	Рыночное соотношение долгового и собственного капитала			ROCE*, %		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Сельское, лесное хозяйство, рыболовство, охота	1,76	1,30	1,29	5,6	4,0	4,3
ТЭК – нефтяная, газовая, угольная промышленность, электроэнергетика	0,89	1,08	0,98	7,6	9,9	9,0
Добыча полезных ископаемых (без нефтяной и газовой промышленности)	0,52	0,46	0,45	1,2	6,8	8,5
Коммунальные предприятия	0,93	0,99	0,93	7,5	6,2	8,0
Строительство	1,95	2,03	2,05	5,9	6,2	7,2
Обрабатывающая промышленность	0,56	0,601	0,62	6,0	7,6	6,3
Оптовая торговля	0,93	0,87	0,90	11,3	8,8	10,0
Розничная торговля	1,08	1,11	1,09	8,7	9,2	10,0
Перевозки и складское хозяйство	1,41	1,54	1,56	9,0	9,5	10,1
Информация и культура	1,16	1,10	1,19	4,6	5,7	7,2
Бездепозитарные услуги кредитования	5,75	5,70	6,5	4,8	5,0	5,5
Страхование транспорта	0,17	0,16	0,18	8,0	10,9	10,7
Депозитарные услуги кредитования	0,42	0,49	0,45	10,3	10,6	11,2
Недвижимость, аренда и лизинг	2,11	2,23	2,08	8,4	5,6	6,0
Профессиональный, научный и технический сервис	0,68	0,93	0,86	10,0	5,2	4,8

Отрасль и сектор экономики	Рыночное соотношение долгового и собственного капитала			ROCE*, %		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Административная и материально-техническая поддержка, использование отходов, ремонтные службы	2,25	1,53	1,42	6,8	8,0	8,5
Образовательные услуги	1,22	1,53	1,42	-11,0	11,5	10,9
Здравоохранение и социальная помощь	1,29			12,9		
Искусство, развлечения, рекреация	2,50	2,73	2,41	5,1	1,9	3,3
Жилищные услуги и обеспечение продовольствием	1,60	3,19	3,45	3,7	3,7	2,2

Источник: Quarterly Financial Statistics for Enterprises, Canada, 2003–2005.

* ROCE (Return on Capital Employed) показывает рентабельность и качество управления активами менеджментом компании, измеряется в процентах.

ROCE = (Прибыль до налогообложения, уплаты процентов, выплаты дивидендов · 100%) : (Объем инвестированного (собственного и привлеченного) капитала)

Таблица 4

**Рентабельность активов (по прибыли до налогообложения)
по отраслям промышленности в 2000–2004 гг., Россия, %**

Отрасль	2000	2001	2002	2003	2004
Вся промышленность	12,9	8,8	5,6	6,3	10,5
Электроэнергетика	3,4	4,4	3,6	2,9	3,6
Топливная	23,3	15	8,8	7,4	13,5
Черная металлургия	21,3	8,5	9,2	19,9	34,3
Цветная металлургия	24,1	9,9	6,8	12,6	15,5
Химическая и нефтехимическая	12,2	7,1	1,6	4,6	8,6
Машиностроение и металлообработка	10,9	6,2	4,0	3,3	3,4
Лесная, деревообрабатывающая	10,7	7,6	4,0	2,3	3,6
Промышленность стройматериалов	4,4	6,3	5,0	6,4	7,7
Легкая	4,6	2,6	-1,7	-0,6	0,6
Пищевая	8,4	9,6	7,4	6,1	6,7
Связь	11,6	13,7	10,8	14,6	12,1
Торговля и общественное питание	7,5	6,5	5,4	7,0	12,1
Жилищно-коммунальное хозяйство	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,5

рентабельность активов (табл. 3 и 4). Приведенные данные свидетельствуют: в Канаде заметно выше уровень финансового рычага – рыночного соотношения долгового и собственного капиталов. В целом по обрабатывающей промышленности он довольно стабилен и в 2–3 раза превышает российский уровень: машиностроение России «отстает» почти вдвое, обрабатывающая промышленность – в 5–8 раз, производство продуктов питания и стройматериалов – более чем в 2 раза, фармацевтическая и химическая отрасли – в 4–5 раз. Топливо-энергетический комплекс по уровню финансового рычага совсем немного «недоотягивает» до уровня Канады, который, однако, характеризуется относительно низкой (но не настолько, как в России) стабильностью; существенное отставание обнаруживается в торговле, строительстве, в сфере информационного и рекламного сервиса.

Что касается сопоставления рентабельности активов в России (обозначенное как R в вышеприведенной формуле) и Канаде (ROCE), в целом по промышленности значения коэффициентов близки, хотя изменения российского показателя значительнее. В российских машиностроении и металлообработке уровни рентабельности низки, рентабельность активов в топливно-энергетическом комплексе России немного выше канадской. А вот наши торговля и общественное питание по рентабельности активов быстро догоняют и даже перегоняют аналогичный сектор экономики Канады. Сильнее всего отставание России по сектору жилищно-коммунального хозяйства: у нас он по-прежнему убыточный, а в развитой экономике – стабильно доходен.

Таким образом, предположение, что эффект финансового рычага должен сильнее проявляться в России, чем в стабильных рыночных экономиках с развитыми финансовыми рынками, в целом подтверждается: статистика показывает, что превышение R над средней стоимостью для фирмы заемного капитала r применительно к развивающимся, растущим российским компаниям оказывается выше, чем в развитых странах. Данные табл. 2 за 2003 г. красноречиво свидетельствуют, что отечественный бизнес в полном соот-

ветствии с теорией структуры капитала М&М действительно пытался рационализировать структуру своего капитала.

Закрепить тенденцию, к сожалению, не удалось — неаккуратное вмешательство государства в бизнес крупнейшей нефтяной компании вызвало общее ухудшение финансового и инвестиционного климата в стране, снизило уровень доверия, который служит важнейшей институциональной характеристикой бизнеса.

Инвестиционное поведение

Полученные выводы в целом подтверждаются результатами других исследований. Так, многолетний мониторинг предприятий промышленности показывает, что в течение первого 10-летия реформирования российской экономики большая часть приватизированных предприятий и вновь созданных компаний не была ориентирована на рост (табл. 5). Длительный период их адаптации к новым условиям хозяйствования соответствовал стратегии выживания, а не развития.

К числу индикаторов инвестиционного поведения предприятий отнесены показатели, отражающие их финансовое состояние и намерения инвестировать в основной капитал, а также параметры спроса (портфель заказов), производственного потенциала (загрузка мощностей), рыночной среды (доля бартера).

Данные мониторинга подтверждают очевидный вывод о том, что склонность к инвестициям напрямую связана с финансовым положением компании: чем лучше положение, тем больше она инвестирует в основной капитал.

Финансовое поведение российских промышленных предприятий, в основе которого лежит свободный выбор источника долгосрочного финансирования, определяется, как говорилось выше, доступностью различных источников. На развитом финансовом рынке растущим компаниям доступен широкий спектр источников как собственного (фонд амортизационных отчислений, накопленная прибыль, выпуск и/или продажа собственных акций, привлечение стратегического инвестора в качестве совладельца компании и др.), так

**Индикаторы инвестиционного поведения российских
промышленных предприятий в 1994–2006 гг., %**

Индикатор поведения предприятий	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (7 мес.)
Доля предприятий: с растущими (3 мес.) закупками оборудования	21	24	21	20	21	26	31	33	33	33	35	34	38
ожидающих улучшения финансового состояния в ближайшие 3 мес.	34	38	36	38	37	44	52	55	55	56	56	58	62
в «хорошем» / «нормальном» финансовом состоянии	24	27	16	23	20	45	54	54	49	58	63	69	69
Загрузка производственных мощностей (нормальный уровень = 100)	61	60	54	54	55	62	66	69	70	73	74	76	77
Портфель заказов (нормальный уровень = 100)	70	71	62	63	65	78	80	79	79	80	82	82	83
Доля бартера в продажах	17	22	35	42	51	40	25	16	12	9	6	6	5

Источник: The Russian Economic Barometer: market situation tests, estimates, forecasts. 2006. № 2. Vol. XV, P. 40–43, Tables 13, 17, 18, 19, 27, 28.

и заемного (банковские кредиты, облигационные или вексельные займы) капитала.

Выявлены факторы, разнонаправленно влияющие на развитие российского финансового рынка². К положительно влияющим факторам отнесены степень защиты прав миноритарных инвесторов, уровень капитализации фондового рынка, число профинансированных проектов и уровень прибыльности среднего профинансированного проекта, размер дивидендов типичной корпорации; к отрицательно влияющим факторам – масштабы увода прибыли, степень отделения прав собственности от прав контроля. Под развитием финансового рынка понимается усиление мобильности капитала – свобода и скорость перелива капитала в наиболее прибыльные проекты.

Успешному развитию российского финансового рынка препятствуют действующие в России механизмы установления контроля над активами: пирамидальные структуры (распространены в Восточной Азии – Гонконг, Филиппины), перекрестное владение (Корея, Филиппины, Россия 90-х годов), выпуск акций с повышенной долей голосующих (современная Россия). Высокая концентрация контроля над активами, сформировавшаяся в России, могла бы способствовать развитию финансовых институтов, но этому препятствует высокий уровень неравенства в распределении богатства и прибыльности проектов³.

Выбор источников капитала

Амортизационные отчисления как источник инвестиций практически утратили для российских предприятий свое значение из-за галопирующей инфляции начала 90-х годов прошлого столетия. Инфляция высока и сегодня, невелика и доля амортизационных отчислений в составе инвестиций. Основным источником собственных средств для развития компаний по-прежнему остается прибыль. Привлечение капитала инвестора-совладельца утратило в последние 3–5 лет

² Маленко А. Олигархические капитализм и развитие финансовых рынков // EERC, РЭШ, ЦЭФИР. 04.09.2006, www.eerc.ru

³ Там же.

свои масштабы, поскольку чревато полным уводом собственности у первичного владельца.

Фондовый рынок России невелик по масштабам. Новая эмиссия акций или облигаций (ИРО) как источник финансирования доступна лишь крупным эмитентам, акции которых давно и прочно закрепились на рынке и достаточно ликвидны.

Доступность капитала из разных источников определяется различиями в их стоимости, барьерах (технических и организационных), степени их информационной асимметрии (необходимость раскрытия информации при привлечении разных источников капитала в соответствии с требуемым уровнем прозрачности). Во многом доступность источников напрямую зависит от известности, репутации, масштабов компании – фирмам, уже зарекомендовавшим себя на финансовом или фондовом рынках ответственными инвесторами, заемщиками, эмитентами, привлечь капитал легче, и обойдется он дешевле.

Самым доступным и востребованным (после нераспределенной прибыли) источником капитала большинства развивающихся российских фирм становятся банковские кредиты. С 2002 г. отмечен растущий интерес не только крупных, но и средних по масштабу компаний к облигационным займам, в том числе размещаемым по закрытой подписке.

Финансовое поведение развивающихся российских промышленных предприятий и компаний во многом зависит от их взаимоотношений с банками (табл. 6).

Данные табл. 7 отражают взаимосвязь между намерением промышленных предприятий привлекать банковские кредиты и их стоимостью. Здесь также просматриваются периоды снижения доверия корпоративного сектора к финансово-кредитной системе РФ: финансовый кризис 1998–2000 гг. характеризуется резким падением склонности к банковским займам, хотя доля промышленных предприятий с большой банковской задолженностью в тот период невелика. Снижил интерес промышленных компаний к кредитам и банковский кризис 2003 г., не добавила доверия история с «ЮКОСом».

**Показатели, отражающие взаимоотношения предприятий промышленности с банками
в РФ в 1994–2006 гг., %**

Показатель	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (7мес.)
Процентные ставки по рублевому банковским кредитам	172	148	96	33	30	33	24	20	19	16	14	13	13
Задолженность банкам (нормальный уровень = 100)	–	–	118	110	102	85	77	78	86	91	86	84	86
Доля предприятий: имеющих большую задолженность перед банками	31	36	37	40	38	27	23	22	22	17	17	13	14
не имеющих задолженности перед банками	22	28	32	38	48	51	48	40	37	34	32	30	32
не планирующих брать ссуды у банков в ближайшее время	36	47	49	55	66	66	58	49	46	43	41	37	41

Источник: The Russian Economic Barometer: market situation tests, estimates, forecasts/ Vol. XV. 2006. № 2. P. 44, 45, Tables 31–34. P. 49, Table 56.

Все эти факты свидетельствуют, во-первых, о важности в инвестиционной, финансовой сфере феномена доверия, которое легко потерять, но трудно вернуть, и, во-вторых, о том, что потенциальные заемщики в своем финансовом поведении чутко реагируют на малейшие нарушения и изменения «правил игры».

Для оценки факторов, препятствующих естественному стремлению промышленных предприятий к росту, обратимся к табл. 7.

В первые годы реформирования самым серьезным препятствием для нормального функционирования промышленных предприятий был недостаток оборотных средств – краткосрочных финансовых ресурсов. В такой ситуации стратегической целью было выживание, а не рост. В 1998 г. на первое место вышла нехватка долгосрочных финансовых средств, и это означало смену стратегии выживших предприятий. Собственной прибыли для реализации инвестиционных проектов, как правило, недостаточно, на это требуется дополнительный долгосрочный капитал.

В табл. 8 представлен рейтинг факторов, препятствующих реализации инвестиционных и инновационных стратегий развития предприятий промышленности.

Недостаток финансовых ресурсов и высокие цены на оборудование и строительство возглавляют список причин, снижающих инвестиционную активность предприятий.

С 2000 г. инвестиции в основной капитал в ценовом выражении выросли в 3 раза, однако в реальном исчислении рост составил всего 1,4 раза, и это говорит, во-первых, о росте стоимости инвестиционных активов и, во-вторых, о росте свободных денежных средств в экономике. Почему эти средства не направляются на эффективные проекты? Видимо, причина в высокой стоимости инвестиционных активов, которая серьезно снижает прибыльность проектов.

В последние 3–4 года растет значимость стоимости банковских кредитов (хотя ставка процента по банковским кредитам после дефолта заметно снизилась и продолжает снижаться, для многих заемщиков она по-прежнему остается недоступной, нормализуются взаимоотношения предприя-

**Доля российских предприятий промышленности, испытывающих ограничения факторов роста
в 1994–2006 гг., %**

Показатель	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (7мес.)
Ограничения краткосрочных финансовых ресурсов	64	64	70	69	69	64	61	56	55	49	47	45	41
оборудования, помещений долгосрочных финансовых ресурсов (капвложений)	2	3	3	4	3	6	9	6	6	7	8	7	11
Высокие цены на оборудование и строительство	31	36	37	40	38	27	23	22	22	17	17	13	14
Высокий банковский процент	39	31	28	22	24	24	24	25	28	26	30	31	34
Предельная (допустимая) процентная (рублевая) ставка для капвложений (на 2–3 года)	–	–	–	8,8	9,4	10,6	10,0	9,4	8,9	9,0	7,7	7,9	6,8
Недостаточная прибыльность инвестиционных проектов	8	6	6	7	4	5	5	7	5	8	14	12	11

Источник: The Russian Economic Barometer: market situation tests, estimates, forecasts. 2006. №2. Vol. XV. P. 48, Tables 50, 52. P. 49, Tables 53–55. P. 50. Table 58. P. 56, Table 127.

Факторы, ограничивающие капиталовложения
(доля респондентов, указавших фактор как важный*,
в 1997–2005 гг., %

Фактор	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Недостаток финансовых ресурсов	73	81	82	81	81	84	80	78	78
Высокие цены на оборудование и строительство	50	46	54	58	58	55	53	52	51
Высокий банковский процент	22	24	24	24	25	28	26	33	31
Высокий уровень задолженности	40	38	27	23	22	22	17	17	13
Общая неопределенность	21	24	18	15	13	13	14	13	17
Превышение производственных возможностей	20	16	16	13	12	13	11	11	12
Недостаточная прибыльность инвестиционных проектов	7	4	5	5	7	5	8	14	12

* Респондентам предлагалось выбрать не более трех факторов.

Источник: *Aukutsoinek S.P.* Investment behavior of enterprises in 2001–2006 // The Russian Economic Barometer: market situation tests, estimates, forecasts. 2006. № 2. Vol. XV. P. 3–5.

тий с банками, и с 2002 г. в России все значимее фактор общей неопределенности.

Новой тенденцией последних лет является резкий рост займов российских компаний. Подтверждением служат такие данные: доля заемных средств на сегодня составляет половину обязательств российских предприятий. Основная часть заемных средств привлечена на пополнение оборотных средств, а не для долгосрочных инвестиций. Инвестиционная активность в стране снижается: в 2004 г. прирост

составил 11,7%, в 2005 г. — 10,7, а за первое полугодие 2006 г. — 9,4%. К тому же постоянно растут внешние займы банковского сектора и предприятий⁴. Суммарный долг российских компаний в иностранных банках к середине 2006 г. достиг 176 млрд дол.⁵ В списке крупнейших заемщиков — госмонополии. Значительная доля иностранных займов приходится на сырьевые и добывающие крупные компании (нефтяные и газовые ТНК, металлургические корпорации). Интерес заемщиков объясняется разницей в стоимости западных кредитов по сравнению с отечественными,

Среди компаний-заемщиков есть представители не только крупного, но и среднего бизнеса, хотя их совокупный спрос на заемные средства гораздо ниже. Можно предположить, что доступность более дешевых источников долгосрочного капитала (13–15% в рублях, 8–10% в валюте, 5–6% в иностранных банках — в зависимости от кредитоспособности и репутации заемщика) российским предприятиям и компаниям расширит возможности роста. Более того, общее снижение стоимости необходимого капитала за счет эффекта финансового рычага позволит переходить от экстенсивного к интенсивному росту, претендовать на более дорогие, но и более эффективные инновационные проекты — модернизация производства, обновление технологий, приобретение ресурсосберегающего, наукоемкого оборудования.

Итак, анализ инвестиционного и финансового поведения российских компаний подтверждает, что в условиях современной России теория структуры капитала успешно работает. Отечественный бизнес научился улавливать и использовать эффект финансового рычага, значительно расширив рамки отечественного финансового рынка за счет зарубежных заимствований. Увеличение интереса компаний разного масштаба к оптимизации структуры капитала связано, во-первых, с устойчивой тенденцией к снижению стоимости заемного капитала и, во-вторых, с общим снижением риска российской экономики.

⁴ Кричевский Н. Нефть выкачает все сбережения.

⁵ Долги корпораций выплатит народ? Рубрика «Кошелёк» // АиФ. 2006. № 39. С. 5.