

КАПИТАЛ, ФИНАНСОВЫЕ РЕСУРСЫ И ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ОРГАНИЗАЦИИ

Е. Ф. Сысоева

Воронежский государственный университет

В экономической литературе существует несколько подходов к определению финансовых ресурсов и их взаимосвязи с капиталом организаций. Изучение этих подходов, на наш взгляд, представляется чрезвычайно важным, поскольку в условиях рыночной экономики успешность деятельности организации зависит не только от правильно выбранной политики управления собственно производством и материальными потоками, но и в значительной степени от обоснованной стратегии управления ее финансовыми ресурсами и капиталом.

Проблемы формирования и использования финансовых ресурсов традиционно находились и продолжают находиться в центре теории и практики финансового менеджмента. Однако в работах, посвященных данным проблемам, часто не прослеживаются различия между категориями «финансовые ресурсы», «капитал», «источники финансирования»; не уделяется должного внимания трансформации финансовых ресурсов в капитал. Этим аспектам процесса финансирования организаций реального сектора экономики посвящена данная статья.

В экономической литературе существует несколько подходов к определению финансовых ресурсов и их взаимосвязи с капиталом организаций. Изучение этих подходов, на наш взгляд, представляется чрезвычайно важным, поскольку в условиях рыночной экономики успешность деятельности организации зависит не только от правильно выбранной политики управления собственным производством и материальными потоками, но и в значительной степени от обоснованной стратегии управления ее финансовыми ресурсами и капиталом.

Проблемы формирования и использования финансовых ресурсов традиционно находились и продолжают находиться в центре теории и практики финансового менеджмента. Однако в работах, посвященных данным проблемам, часто не прослеживаются различия между категориями «финансовые ресурсы», «капитал», «источники финансирования»; не уделяется должного внимания трансформации финансовых ресурсов в капитал. Этим аспектам процесса финансирования организаций реального сектора экономики посвящена данная статья.

Используя портфельный подход к характеристике финансовых ресурсов организации, можно утверждать, что она располагает активами в различных формах, одной из которых выступают денежные средства. В процессе хозяйственной деятельности осуществляется трансформация одних видов активов в другие. Таким образом, финансо-

вые ресурсы образуются в результате преобразования материальных активов. Вместе с тем именно финансовые ресурсы трансформируются в любой другой вид ресурсов, и поэтому управление ими имеет приоритетное значение в управлении финансами организации.

Рассматривая финансовые ресурсы как воспроизводственную категорию, на наш взгляд, правомерно утверждать, что их формирование и использование связано со структурным распределением стоимости, и, следовательно, охватывает всю совокупность стоимости, авансированной в оборот организации. Полагаем, что финансовые ресурсы — это денежные доходы, поступления и накопления, находящиеся в распоряжении организаций и государства, предназначенные для осуществления затрат по простому и расширенному воспроизводству, выполнения обязательств перед финансово-кредитной системой.

На наш взгляд, к определению капитала целесообразно подходить не только с общеэкономической, но и с управленческой позиции. С общеэкономической точки зрения «капитал - накопленный путем сбережений запас экономических благ в форме денежных средств и капитальных товаров, вовлекаемый его собственниками в экономический процесс как инвестиционный ресурс и фактор производства с целью получения дохода» [1]. С точки зрения финансового менеджмента капитал можно определить как особым образом организованную часть финансовых ресурсов, привлеченных хозяйствующим субъектом на правах собственности или во временное пользование с целью их нара-

щивания путем инвестирования в определенные активы.

В аспекте соподчиненности категорий «финансовые ресурсы» и «капитал» можно привести следующие трактовки сущности последней.

Капитал — это совокупность финансовых ресурсов, функционирующих в деловом обороте хозяйствующих субъектов в виде материальных и финансовых активов, оборачивающихся и приносящих прибыль [2].

Капитал — наивысшее состояние финансовых ресурсов, когда эти ресурсы, функционируя в хозяйственной деятельности, приносят прибыль [3].

Представляется, что капитал — совокупность финансовых ресурсов, преобразованных в процессе делового оборота хозяйствующих субъектов в материальные, нематериальные и финансовые активы. Это более высокая форма организации финансовых ресурсов, которую отличает признак рентабельности.

С позиции финансового менеджмента капитал как часть финансовых ресурсов организации характеризует общую стоимость средств в денежной, материальной и нематериальной формах, инвестированных в формирование ее активов.

На наш взгляд, важным с теоретической и практической точек зрения является изучение процесса трансформации финансовых ресурсов в капитал, поскольку данная трансформация определяет эффективность использования финансовых ресурсов и, следовательно, достижение основной цели финансового менеджмента — увеличения совокупного достояния собственников организации.

Финансовые ресурсы, используемые организацией в своем деловом обороте и приносящие доход, трансформируются в капитал. Отметим, что в состав финансовых ресурсов включается, например, выручка от реализации продукции, основных средств и прочего имущества. Трансформация финансовых ресурсов в капитал исключает выручку из состава последнего. Этот факт объясняется тем, что деньги вовлекаются в деловой оборот либо в процессе формирования первоначального капитала (уставный капитал), либо в результате прироста «деньги — товар — деньги с приростом» (прибыль), либо на основе временного возмездного пользования (кредиты и займы). Выручка служит лишь способом возврата средств собственникам. А поскольку мы оперируем принципом временного единства, то не следует отделять поступление денег на расчетный счет или в кассу организации от их первоначальных реаль-

ных источников, хотя они и могут быть разделены во времени.

Одно из важных отличий финансовых ресурсов от капитала, по нашему мнению, заключается в том, что их кругооборот различается не только по содержанию, но и по количеству стадий. Кругооборот финансовых ресурсов в отличие от кругооборота капитала, по нашему мнению, включает не три стадии, а четыре. На первой стадии своего кругооборота финансовые ресурсы превращаются в денежный капитал (обмен). На этой стадии организации задействуют различные источники финансирования, которые играют роль механизма трансформации финансовых ресурсов в капитал. Здесь финансы организации материализуются в форме финансовых ресурсов в момент их поступления в оборот организации. Финансовые ресурсы при этом характеризуются некоторыми формами проявления (выручка от реализации, поступления от выбытия имущества, доходы от различных видов деятельности и т.д.). Капитал же возникает у организации только тогда, когда ресурсы фактически вовлекаются в хозяйственный оборот. Далее начинается процесс кругооборота капитала, совпадающий по своему содержанию, но отличающийся количественными параметрами от процесса кругооборота финансовых ресурсов. Количественные отличия могут заключаться, прежде всего, в несовпадении величины финансовых ресурсов и величины капитала. Поскольку важнейшей, имманентной характеристикой капитала является его приращение, самовозрастание, то величина капитала на третьей стадии его кругооборота будет больше, чем на первой (при условии эффективного функционирования финансового механизма и, следовательно, всей системы финансового менеджмента организации). Величина финансовых ресурсов теоретически может не измениться, поскольку они направляются на цели как расширенного, так и простого воспроизводства.

При этом финансовые ресурсы могут быть не только реально поступившими, но и потенциально возможными к получению. В подобном случае величина финансовых ресурсов может быть больше величины капитала организации. И здесь главной задачей финансового менеджмента является максимально возможное использование всех потенциальных финансовых ресурсов в деловом обороте организации при соблюдении, конечно, «золотого правила»: инвестировать денежные средства под более высокую ставку процента, чем ставка привлечения. Только в этом случае возмож-

но достижение главной цели управления капиталом — увеличение стоимости организации.

На наш взгляд, с позиций управления финансовыми ресурсами необходимо обеспечение непрерывности их кругооборота. На его последней стадии происходит формирование внутренних элементов собственного капитала. Определенная часть финансовых ресурсов выступает результатом использования капитала. Например, к таким финансовым ресурсам относятся прибыль и амортизация. Но капитал характеризует более широкую сферу деятельности организации по сравнению с финансовыми ресурсами: не только привлечение денежных средств, но и их использование в процессе функционирования компании. В качестве капитала рассматривается не каждая конкретная денежная единица, которая может быть потрачена в некоторый момент времени с определенной целью, а вся совокупность ресурсов, мобилизованных из различных источников финансирования. Причем все эти ресурсы вкладываются в один имущественный комплекс, с одной функциональной и целевой направленностью.

Отсюда следуют две черты, которые способствуют трансформации финансовых ресурсов в капитал:

- участие в реальном хозяйственном обороте организации;
- способность приносить прибыль. В рамках современного финансового менеджмента данная характеристика капитала модифицируется в способность не только и не столько приносить прибыль, но и увеличивать стоимость организации. Не менее важной становится также минимизация затрат на привлечение тех или иных финансовых ресурсов.

Таким образом, основные отличия финансовых ресурсов от капитала сводятся к следующему:

- при анализе капитала основным является не то, какими потенциальными возможностями обладают денежные средства, находящиеся в распоряжении организации, и в какой момент времени они поступили в организацию, а то, что они вовлечены в ее хозяйственный кругооборот. Например, выручка от реализации, представляющая собой один из основных элементов денежного потока организации, в состав капитала не входит. Это объясняется тем, что выручка служит только частично носителем приращения стоимости (в части прибыли), а, в основном, это способ возврата ранее потраченных средств и обслуживания капитала. Аналогичная картина наблюдается и с амортизацией.

Так как амортизация — инструмент восстановления стоимости имущества организации, то состав финансовых ресурсов дополняется амортизацией, а капитал — нет;

- финансовые ресурсы и капитал различаются по содержанию процесса их кругооборота. Так, финансы организации материализуются в форме финансовых ресурсов в момент их поступления в оборот организации (выручка от реализации, поступления от реализации имущества, внереализационные доходы и т.п.), т.е. на первой стадии кругооборота финансовых ресурсов. Капитал возникает только тогда, когда ресурсы фактически вовлекаются в хозяйственный оборот организации, обеспечивающий их прирост, т.е. на второй стадии их кругооборота, совпадающей с первой стадией кругооборота капитала;

- финансовые ресурсы всегда находятся в стоимостной форме, капитал может быть представлен и в материально-вещественной форме.

Капитал имеет не только многоаспектную сущность, но и многообразие обликов, в которых он выступает. *По принадлежности организации* выделяют собственный и заемный капитал.

Собственный капитал характеризует общую стоимость средств организации, принадлежащих ему на праве собственности и используемых им для формирования определенной части ее активов. Эта часть активов, сформированных за счет инвестированного в них собственного капитала, представляет собой чистые активы организации.

Собственный капитал характеризуется следующими положительными особенностями:

- относительная простота привлечения, поскольку решения принимаются собственниками организации;
- способность генерировать прибыль во всех сферах деятельности;
- обеспечение финансовой устойчивости развития организации, а также ее платежеспособности, следовательно, снижение риска банкротства.

Вместе с тем ему присущи следующие недостатки:

- ограниченность объема привлечения;
- высокая цена источников финансирования;
- игнорирование возможности прироста рентабельности собственного капитала за счет привлечения заемных средств.

Таким образом, организация, использующая для финансирования своей деятельности только собственный капитал, имеет наивысшую финансовую устойчивость, но ограничивает темпы своего

развития (поскольку не может обеспечить формирование дополнительных активов в периоды благоприятной конъюнктуры рынка) и не использует финансовые возможности прироста прибыли на вложенный капитал.

Заемный капитал характеризует привлекаемые для финансирования развития организации на возвратной основе денежные средства или другие имущественные ценности. Все формы заемного капитала, используемого организацией, представляют собой его финансовые обязательства, подлежащие погашению в предусмотренные сроки.

Заемный капитал характеризуется следующими положительными особенностями:

- широкие возможности привлечения, особенно при высоком кредитном рейтинге заемщика, наличии качественного обеспечения;
- обеспечение роста финансового потенциала организации при необходимости существенного расширения ее активов;
- относительно низкая цена источников финансирования за счет снижения налогооблагаемой прибыли на величину процентных расходов;
- способность генерировать прирост рентабельности собственного капитала.

Недостатками использования заемного капитала являются следующие:

- возникновение долгосрочных и краткосрочных обязательств генерирует финансовые риски в хозяйственной деятельности организации;
- активы, сформированные за счет заемного капитала, приносят меньше прибыли;
- высокая зависимость цены заемного капитала от колебаний конъюнктуры финансового рынка;
- относительная сложность процедуры привлечения.

Таким образом, организация, использующая заемный капитал, имеет более высокий финансовый потенциал для своего развития и возможность прироста рентабельности собственного капитала, однако в большей мере подвержена финансовому риску и угрозе банкротства.

Дж. К. Ван Хорн предлагает рассматривать любую фирму в каждый момент как совокупность капиталов, поступающих из различных источников: от инвесторов, кредиторов, полученных доходов в результате деятельности фирмы. [3]

Финансовые ресурсы трансформируются в капитал организации через соответствующие источники. Они могут быть рассмотрены с двух точек зрения. Во-первых, как совокупность инструментов, используемых для привлечения финансовых

ресурсов, необходимых для обслуживания производственных и прочих расходов организации. Именно в таком толковании определяются источники собственных и заемных средств в Методических рекомендациях по разработке финансовой политики предприятия, утвержденных приказом Министерством экономики РФ от 1 октября 1997 года № 118. В соответствии с данными рекомендациями источниками собственных средств могут служить эмиссия акций, реализация ненужного и выбывающего имущества, основных фондов, чистая прибыль и амортизация, источниками заемных средств — коммерческие кредиты и займы [5]. Исходя из этой позиции, в таблицах 1 и 2 приведена характеристика основных элементов собственного и заемного капитала и источников их финансирования.

С другой точки зрения, источниками финансирования может быть названа совокупность способов финансового обеспечения деятельности организации, потенциально доступных и фактически использованных в процессе создания, становления и развития организации, обеспечивающих определенную величину финансовых ресурсов. Исходя из данной позиции, финансирование представляет собой процесс, включающий выявление альтернативных источников финансирования, выбор конкретных источников, организацию получения и расходования денежных или материальных ресурсов в зависимости от вида источников финансирования. Источники финансирования образуют три основные группы: использованные, доступные, потенциальные. Первые — это совокупность таких источников финансирования потребностей организации, которые уже используются для формирования их капитала. Доступные источники — это источники, потенциально реальные для использования. «Набор» таких источников шире используемых. Потенциальные источники — это те, которые теоретически могут быть использованы для функционирования коммерческих организаций в условиях совершенных финансово-кредитных и правовых отношений [6].

На уровне отдельной организации использованными источниками финансовых ресурсов являются уставный капитал, добавочный капитал, нераспределенная прибыль прошлых лет, накопленный амортизационный фонд, выручка от реализации текущего периода. В качестве доступных источников выступают (кроме использованных) еще и фонды специального назначения, образованные в соответствии с уставом организации, резервный

Таблица 1

Характеристика элементов собственного капитала организации

Элементы собственного капитала	Составляющие элементов собственного капитала	Источники финансирования	Направления использования
Уставный капитал	Капитал, привлеченный за счет обыкновенных акций или взносов учредителей	Эмиссия акций	Обеспечение всей уставной деятельности организации
	Капитал, привлеченный за счет привилегированных акций		
	Добавочный капитал	Эмиссионный доход; безвозмездно полученные ценности	Направление средств добавочного капитала на увеличение уставного капитала.
	Капитал переоценки	Переоценка активов	Направление части добавочного капитала, возникшей при безвозмездном получении ценностей, на погашение убытков, образовавшихся в результате безвозмездной передачи имущества другим организациям и лицам.
	Накопленный капитал	Чистая прибыль	Погашение за счет добавочного капитала, сформированного в результате прироста стоимости имущества при переоценке, суммы снижения стоимости имущества, выявленной по результатам переоценки.
			Погашение за счет добавочного капитала (за исключением сумм прироста стоимости имущества по переоценке) убытка, выявленного по результатам работы организации за отчетный год
Резервный капитал	Резервный капитал, формируемый на обязательной и добровольной основе	Чистая прибыль	Покрытие убытков, расходов и потерь
Нераспределенная прибыль	—	Чистая прибыль	Погашение облигаций
		Чистая прибыль	Выкуп акций в случае отсутствия иных средств
			Осуществление уставной деятельности организации

Таблица 2

Характеристика элементов заемного капитала организации

Способ финансирования	Сроки и цели использования	Обеспечение	Требования	Преимущества	Недостатки	Источники
Кредитные линии банков	1-2 года Для удовлетворения сезонных потребностей в оборотном капитале	Необеспеченные или обеспеченные ссудами дебиторов, запасами, имуществом и т.д.	Дополнительные гарантии, отчеты о прибылях и убытках, необходимо иметь предсказуемый денежный поток	Отсутствует «разводнение» капитала. Льготы по налогу на прибыль. Известны затраты (проценты).	Может потребоваться дополнительное обеспечение. Кредит может быть отнесен к дорогим, а также затруднить дальнейшее финансирование. Ограничения по кредитному договору.	Банковский кредит
Краткосрочные векселя	60-180 дней Удовлетворение потребностей в оборотном капитале	Необеспеченные или обеспеченные	Дополнительные гарантии, отчеты о прибылях и убытках, необходимо иметь предсказуемый денежный поток	Отсутствует «разводнение» капитала. Льготы по налогу на прибыль. Известны затраты (проценты или дисконт).	Может потребоваться дополнительное обеспечение. При каждом новом долге требуются в новые документы. Должны погашаться в срок.	Коммерческий кредит
Среднесрочные ссуды	3-7 лет. На приобретение оборудования и расширение	Необеспеченные или обеспеченные	Дополнительные гарантии, отчеты о прибылях и убытках, необходимо иметь предсказуемый денежный поток	Отсутствует «разводнение» капитала. Льготы по налогу на прибыль. Известны затраты (проценты). Погашение производится постепенно.	Может потребоваться дополнительное обеспечение. Практически недоступны в период трудностей. Кредит может быть дорогим, а также помешать дальнейшему финансированию. Ограничения по кредитному договору. При плавающих ставках трудно прогнозировать величину процентов.	Банковский кредит, коммерческий кредит, бюджетные ассигнования
Субординированный долг	3-10 лет. На удовлетворение потребностей в оборотном капитале, приобретение оборудования, расширение	Необеспеченный или обеспеченный	Подчиненный по отношению к старшим долгам, требуется отчет о прибылях и убытках, необходимо иметь предсказуемый денежный поток.	Льготы по налогу на прибыль. Предсказуемые затраты при защите от роста ставки. Старший займодавец может рассматривать субординированный долг как дополнительный собственный капитал. Меньшие размеры платежей в погашение за более длительный период	Возможно «разводнение» акций. Сложно получить в период трудностей. Может дорого стоить. Ограничительные условия по кредитному договору.	Банковский кредит, эмиссия облигаций.
Эмиссионные долговые ценные бумаги	1-30 лет. Постоянное использование для пополнения оборотного капитала. На приобретение оборудования, расширение.	Необеспеченные или обеспеченные	Требуется предоставление финансовой отчетности. Необходимо иметь предсказуемый денежный поток.	Возможность обеспечения поддержания курса. Льготы по налогу на прибыль. Может восприниматься как дополнительный собственный капитал	Возможно «разводнение» акций. Сложно разместить в период трудностей. Большие затраты могут помешать дополнительному финансированию. Ограничительные условия. Не доступны для мелких компаний.	Эмиссия облигаций
Ипотечное обязательство	Погашение частями в течение 7-30 лет. На приобретение оборудования, расширение	Недвижимость	Дополнительные гарантии, отчеты о прибылях и убытках, необходимо иметь предсказуемый денежный поток	Отсутствует «разводнение» капитала. Льготы по налогу на прибыль. Известны затраты при защите от роста ставки. Меньше размеры платежей в погашение за более длительный период.	Требуется дополнительное обеспечение. Возможно требование о досрочном погашении. Возможно наложение штрафов.	Эмиссия ипотечных ценных бумаг

фонд и временно свободные средства контрагентов, которые организация использует в форме отсрочки платежа за предоставленные товары, работы, услуги. К потенциальным источникам, по нашему мнению, относятся (помимо использованных и доступных) еще и средства, которые возможно мобилизовать на финансовом рынке, исходя из возможностей хозяйствующего субъекта (его организационно-правовой формы, существующей структуры капитала, наличия кредитной истории, уровня кредитоспособности и т.п.).

Одной из проблем финансирования реального сектора экономики в России является увеличение доли «длинных» финансовых ресурсов, направляемых для инвестиций в основной капитал. В 2006 г. эта доля составляла лишь 16,5 % [7]. Принципиально новым моментом экономического роста в 2006 г. стал сдвиг от финансирования инвестиций в основной капитал за счет собственных средств организаций к расширению участия привлеченных средств. Доля собственных средств организаций, используемых для финансирования инвестиций в основной капитал, снизилась с 47,5 % в 2005 г. до 45,1 % в 2006 г. Соответственно доля привлеченных средств увеличилась с 52,5 до 54,9 %. В отличие от 2005 г. в структуре инвестиционных ресурсов наблюдалось повышение доли банков в кредитовании инвестиций с 6,5 до 9,3 %. С ростом доходов экономики восстанавливалась тенденция к снижению доли бюджетных средств в источниках финансирования инвестиций в основной капитал с 18,7 до 17,3 % [7].

В Воронежской области в 2006 г. инвестиции в основной капитал составляли 61,2 % общего объема инвестиций, что существенно выше общероссийского показателя. При этом за счет собственных средств было сформировано 39,3 % всех источников инвестиций в основной капитал организаций, за счет привлеченных — 61,7 %. В составе привлеченных средств кредиты банков составили 11,1 % от общего объема источников финансирования в основной капитал организаций Воронежской области, государственное финансирование — 14,8 % [4]. Таким образом, в Воронежской области коммерческие организации больше ориентируются на привлеченные средства при более высокой доле банковских кредитов и меньшей доле государственного финансирования.

На выбор схемы финансирования и конкретных источников формирования капитала оказывает влияние целый ряд факторов.

1. *Организационно-правовая форма организации.* Она определяет, в первую очередь, источники

финансирования собственного капитала путем непосредственного их вложения инвесторами в уставный капитал или их привлечения путем открытой или закрытой подписки на акции.

2. *Отраслевые особенности деятельности организации,* которые определяют структуру активов и их ликвидность. Организации с высоким уровнем фондоемкости производства в силу большой доли внеоборотных активов имеют обычно низкий кредитный рейтинг и вынуждены ориентироваться на собственные источники финансирования капитала. Кроме того, отраслевые особенности определяют продолжительность операционного цикла. Чем короче этот период, тем в большей степени может быть использован заемный капитал.

3. *Размер организации.* Чем меньше размер хозяйствующего субъекта, тем в большей степени потребность в капитале может быть удовлетворена за счет собственных средств.

4. *Цена капитала, привлекаемого из различных источников.* Цена заемного капитала обычно ниже, чем цена собственного. Однако в разрезе отдельных источников финансирования цена капитала существенно колеблется в зависимости от формы обеспечения кредита, рейтинга заемщика.

5. *Свобода выбора источников финансирования.* Не все источники доступны для всех организаций. Так, на средства федерального и местных бюджетов могут рассчитывать лишь отдельные общественно значимые объединения и организации.

6. *Конъюнктура рынка капитала.* В зависимости от состояния финансового рынка цена заемного капитала поднимается и снижается. При существенном возрастании этого показателя прогнозируемый дифференциал финансового рычага может превратиться в отрицательную величину.

7. *Уровень налогообложения прибыли.* В условиях низких ставок налога на прибыль разница в цене собственного и заемного капитала снижается, поскольку снижается и эффект экономии по налогу на прибыль. При высокой же ставке налогообложения прибыли ситуация меняется в обратную сторону.

8. *Мера принимаемого учредителями риска при формировании капитала.* Неприятие высоких уровней рисков формирует консервативный подход, при котором основу составляет собственный капитал. И, наоборот, стремление получить в будущем высокую прибыль на собственный капитал, невзирая на высокий уровень риска, формирует агрессивный подход, при котором заемный капитал

используется в максимально возможном размере. Степень риска, связанного с тем или иным источником финансирования, определяется помимо прочего величиной издержек по их обслуживанию. Использование финансовых инструментов с фиксированными затратами увеличивает размах колебаний прибыли под влиянием экономических и производственных условий.

9. *Формирование структуры и качественного состава собственного капитала для обеспечения требуемого уровня контроля за деятельностью организации.* Данный фактор определяет обычно пропорции формирования собственного капитала в акционерном обществе, пропорции в объеме подписки на акции, приобретаемые акционерами.

10. *Планируемый темп роста объема продаж.* Чем он выше, тем выше потребность во внешнем финансировании. При низких значениях темпа прироста внешнее финансирование может не понадобиться, так как все необходимые средства можно получить за счет пропорционального прироста статей пассивов и реинвестированной прибыли. При темпах прироста выше определенного уровня нужны дополнительные источники финансирования, и чем более быстрыми темпами будет расти объем продаж, тем значительно больше станет потребность в привлечении внешнего капитала. Это объясняется тем, что увеличение объема продаж обычно требует роста активов, который необходимо обеспечить соответствующим финансированием.

11. *Использование производственных мощностей.* Если в предыдущем периоде мощности организации были использованы полностью, то для любого существенного увеличения объема продаж в планируемом периоде необходим прирост источников финансирования основного капитала.

12. *Капиталоемкость (ресурсоемкость) продукции.* Капиталоемкость продукции характеризует стоимость всех активов, приходящихся на 1 рубль объема продаж. Если капиталоемкость низка, то объем продаж может расти быстро, при этом не возникает большой потребности во внешнем финансировании. Если капиталоемкость достаточно высока, то даже незначительный рост выпуска продукции потребует привлечения больших средств из внешних источников. Если у организации могут возникнуть финансовые проблемы при удовлетворении перспективных потребностей в капитале, то ей целесообразно рассмотреть вопрос о снижении уровня капиталоемкости своей продукции.

13. *Рентабельность продаж.* Чем выше удельная прибыль, тем меньше потребность в средствах извне при прочих равных условиях. Рост рентабельности продаж ведет к росту чистой прибыли организации (при условии, что ставка дивиденда постоянна), следовательно, снижается потребность во внешних источниках финансирования.

14. *Дивидендная политика.* Особенности дивидендной политики организации влияют на уровень ее потребности во внешних источниках финансирования. Если организация заранее предвидит трудности с наращиванием объема капитала, то целесообразным может быть рассмотрение вопроса о снижении нормы выплаты дивидендов. Вместе с тем, чтобы принимать такие решения, менеджерам следует изучить возможность влияния снижения дивидендов на рыночную стоимость компании. Если этот фактор малозначителен, то организация может избрать политику выплаты дивидендов по остаточному принципу и в максимальной степени использовать нераспределенную прибыль для удовлетворения потребностей в финансировании.

15. *Приемлемый темп прироста активов.* Организации, прошедшие этап становления, обычно стараются избегать выпуска акций по двум причинам. Во-первых, из-за высоких эмиссионных затрат, которые не возникают при реинвестировании нераспределенной прибыли. Во-вторых, инвесторы относят проведение дополнительных эмиссий акций к разряду негативных событий. При объявлении организацией о подобной операции курс ее акций понижается, и наращивание капитала за счет эмиссии акций становится для организации гораздо более дорогим вариантом, чем использование нераспределенной прибыли.

16. *Размер привлекаемых средств.* Небольшую сумму можно получить по кредитному договору или по закрытой подписке на акции, тогда как средства на крупномасштабные проекты целесообразно привлекать с помощью публичного размещения акций или облигаций.

17. *Необходимо также учесть иные типы издержек:* на регистрацию, проведение подписки, услуги квалифицированных юристов, бухгалтеров, аудиторов, затраты на печать и защиту бланков документарных ценных бумаг, комиссионные инвестиционному банку и т.д. В России, например, при регистрации эмиссии взимается государственная пошлина в размере 0,2 % от номинальной суммы эмиссии, но не более 100 тыс. рублей.

Учет всех перечисленных факторов позволяет

целенаправленно избирать схему финансирования и структуру источников привлечения капитала. Необходимо также учитывать условия функционирования российских организаций, в частности, значительные ограничения в использовании ими заемных средств, а также неэффективное территориальное перераспределение ресурсов, когда основные денежные потоки (до 80%) сосредоточены в столичных центрах.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Бланк И.А. Словарь-справочник финансового менеджера / И. А. Бланк. — Киев : Эльга, Ника-Центр, 1998. — 477 с.
2. Бланк И.А. Управление формированием капитала предприятия / И. А. Бланк. — Киев : Эльга, Ника-Центр, 2000. — 452 с.
3. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами / Дж. К. Ван Хорн: Пер. с англ. ; гл. ред. серии Я. В. Соколов. — М.: Финансы и статистика, 2001. — 800 с.
4. Информационно-аналитический бюллетень за январь-сентябрь 2006 г. // Главное управление Банка России по Воронежской области. — 28 с.
5. Методические рекомендации по разработке финансовой политики предприятия : Утверждены приказом Минэкономики РФ от 1 октября 1997 г. № 118 // Экономика и жизнь. — 1998. — № 2. — С. 12—16.
6. Пилюга А.М. Источники финансирования и формирование капитала акционерного общества: Автореф. дисс... канд. экон. наук / Пилюга А. В. — Саратов, 2000. — 25 с.
7. Экономико-политическая ситуация в России (ежемесячный обзор Института Экономики Переходного Периода). Декабрь 2006 г. — (<http://www.iet.ru>).

Принято в печать 26 октября 2006г