

РИСКИ И КАПИТАЛЬНЫЕ ЗАТРАТЫ: ВЛИЯНИЕ ДЖЕРЕМИ-ФОНДА НА СОЗДАНИЕ КАПИТАЛА МАЛЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ

Г. Михальски

Университет экономики (Вроцлав, Польша)

Аннотация

Анализируются меры, предпринимаемые ДЖЕРЕМИ-фондом в отношении микро- и малых предприятий, способствующие созданию собственного капитала, а также формированию возможностей снижения финансовых рисков с помощью гарантий региональных институтов. Рассматриваются предприятия, работающие с ДЖЕРЕМИ-фондом.

Ключевые слова: капитальные затраты, целевая структура капитала, микро- и малые предприятия

С точки зрения финансовых перспектив целью управления любым предприятием является увеличение его стоимости. Обычно это достигается посредством деятельности, приводящей к положительным значениям показателя чистой приведенной стоимости (NPV):

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+CC)^t} \quad (1)$$

Здесь CF – свободный денежный поток предприятия; CC – ставка дисконтирования, с помощью которой производится оценка затрат капитала на осуществление деятельности предприятия (независимо от того, являются ли эти затраты первоначальными или последующими). Чаще всего предприятие финансируется за счет различных источников, и, следовательно, ставка дисконтирования CC рассчитывается

как средневзвешенная величина цены капитала, поступающего из этих источников:

$$CC = \sum_{i=1}^n w_i k_i, \quad (2)$$

где w_i – доля капитала, поступающего из источника i ; k_i – стоимость капитала, поступающего из источника i .

Чаще всего формула (1) используется в виде

$$CC = w_{e_i} k_{e_i} + w_{d_i} k_{d_i} + 1 - T, \quad (3)$$

где $w_{e_i} = \frac{E_i}{E + D}$ – доля собственного капитала из источника i ; E – собственный капитал; D – заемный капитал; $w_{d_i} = \frac{D_i}{E + D}$ – доля (удельный вес) заемного капитала, поступающего из источника i ; k_{e_i} – цена собственного капитала из источника i ; k_{d_i} – цена заемного капитала из источника i ; T – действующая ставка налога на предприятие.

С обсуждаемой проблемой связана также формула, известная как уравнение Хамады:

$$L = U + 1 - T_C \frac{D}{E}, \quad (4)$$

где U – бета-коэффициент доли предприятий, не имеющих непогашенной задолженности; L – бета-коэффициент доли предприятий, имеющих непогашенную задолженность; T_C – действующая ставка налога, выплачиваемая предприятием.

Формула (4) показывает зависимость между уровнем задолженности и размером собственного капитала, а значит, и увеличением капитальных затрат на финансирование предприятия. Согласно общему правилу чем больше задолженность предприятия, тем выше финансовый риск этого бизнеса, и, следовательно, тем больше как собственный капитал, так и задолженность, которые увеличиваются с ростом долга. Это явление относится к классу так называемых проблем «долгового потенциала», характерных для фирм с очень высокой задол-

женностью, которые не могут рассчитывать на дальнейшее увеличение своего долга (в отличие от собственного капитала), поскольку уровень финансового риска влияет на рост финансирования предприятия и, соответственно, на уровень *СС*. А при росте стоимости предприятия это приводит к невозможности его дальнейшего эффективно-го развития.

ДЖЕРЕМИ-фонд (Совместный европейский фонд средств для микро-, малых и средних предприятий – Joint European Resources for Micro-to-Medium Enterprises) увеличил возможности финансирования микро- и малых предприятий не только для того, чтобы они брали кредиты, но и чтобы увеличивали собственный капитал. Фонд был создан Европейской комиссией для поддержки развития предприятий и инноваций, а также для расширения доступа микро-, малых и средних предприятий к внешнему финансированию. Такова идея любого структурного фонда. Как фонд, цель которого – участие в капитале, ДЖЕРЕМИ-фонд призван обеспечивать поддержку развития структур первоначального инвестирования и венчурного капитала и расширять доступность микрокредитов для малых и средних предприятий, имеющих ограниченный доступ к коммерческим кредитам.

Пример 1. Предприниматель владеет суммой A . Если у него есть некое производство, требующее финансирования с помощью займа, он имеет возможность получения ссуды в размере $2A$ (при условии обеспечения этой ссуды собственным капиталом).

Пример 2. Предприниматель владеет суммой A . Если он может получить ссуду, равную собственному капиталу A , от ДЖЕРЕМИ-фонда на принципах первоначального инвестирования или венчурного капитала, у него в распоряжении будет $50\% + 1$ доля (голос) и, следовательно, он будет иметь контроль над фирмой. Если у него есть некое производство, требующее финансирования с помощью займа, он имеет возможность получения ссуды в размере $4A$ (при условии обеспечения этой ссуды собственным капиталом).

Таким образом, благодаря инициативе ДЖЕРЕМИ-фонда по поддержке малых и средних предприятий у них появилась возможность получения средств в большем объеме.

ЦЕНА ЗАДОЛЖЕННОСТИ

Фирмы нуждаются в заемных средствах как на начальном этапе, так и в процессе своего развития. Как известно, стоимость долга для малого предприятия больше, чем для аналогичного предприятия большего размера в силу специфики малого бизнеса, а вовсе не по причине предвзятости банковского сектора в отношении малых предприятий. Прежде всего, малое предприятие с точки зрения финансовых перспектив отличается от крупного, которое контролирует денежные средства и получает прибыль в случае удачного течения дел или несет потери в случае неудач. На малом предприятии именно его хозяин несет ответственность за все потери. Более того, его ответственность зачастую неограниченна. Но если предприятие прибыльно, он является главным бенефициарием. Денежные средства (кредиты) также находятся под его контролем. Однако по мере увеличения предприятия ответственность за кредиты, прибыль и ошибки ложится на все большее количество участников.

Стоимость задолженности обычно зависит от ситуации на рынке краткосрочных кредитов. Цена капитала предприятия за определенный период зависит, помимо прочего, от конъюнктуры рынка. Именно процентной ставкой банка, предоставляющего финансирование, определяется доступность кредита предприятию. Межбанковский рынок сам напрямую зависит от Центрального банка, поскольку Министерство финансов влияет на рынок долгосрочных казначейских обязательств. Рынок ссудного капитала находится под влиянием финансовой политики государства и политики управления государственным долгом. Другим фактором, определяющим рынок ссудного капитала, является состояние внешнего валютного рынка. Значительные изменения валютных курсов и ожидания обесценивания или удорожания валюты могут значительно повлиять на структуру и размер спроса на кредиты и, соответственно, на уровень доступной процентной ставки и рыночную ликвидность предприятия. Стоимость капитала, как правило, не зависит от предприятия. Это особенно верно в отношении малых и средних предприятий, которые не являются основными клиентами банков и поэтому вряд ли могут оказывать давление на кредиторов с целью снижения долговой нагрузки.

Гарантии займа для малых предприятий существенно отличаются от гарантий для крупных фирм. В результате, помимо прочего, формирование собственного капитала малых предприятий, как и его перспективное развитие, осуществляются иным образом.

Еще одним препятствием для деятельности малых предприятий является их ограниченный доступ на рынок капитала. Малому предприятию трудно получить кредит независимо от вида источника займа, будь то банк или другой финансовый институт. Ограниченные возможности большинства малых предприятий в отношении цен на их продукцию и услуги не позволяют им переложить возросшую стоимость заемных средств на покупателя [1].

Собственник малого предприятия чаще всего представляет собой весь управленческий персонал или его большую часть. Поэтому конфликты между собственником и управленческим персоналом исключены, что на руку кредитору. К сожалению, подобного рода конфликты случаются чаще, чем можно было бы предположить, и возникают в отношениях между владельцем и наемными работниками. Поскольку владелец малого предприятия берет на себя больший риск, чем владелец крупного предприятия, конфликт может возникнуть между владельцем предприятия и донорами капитала. Если предприятие финансируется приятелями владельца, то агентские издержки могут быть невысокими и, следовательно, стоимость кредита в целом тоже невысока. Если кредиторы не знакомы с владельцем малого предприятия, то соотношение размера кредита и стоимости сбора информации о нем и его предприятии, а также текущий мониторинг его деятельности гораздо выше, чем это соотношение для предприятия, берущего больший капитал.

Финансовые институты, имеющие опыт работы с владельцами малых предприятий, считают их деятельность более рискованной, а их самих излишне оптимистичными в отношении своих возможностей перекладывания затрат, связанных с рисками, на реципиентов капитала.

Стоимость сбора информации также связана с агентскими издержками. Здесь наблюдается двойная информационная асимметрия. С одной стороны, владелец малого предприятия в большей степени знаком со своим предприятием, чем потенциальные доноры капитала [2]. Информационная асимметрия в этом случае вызывает гораздо бо-

лее серьезные проблемы, чем в случае с крупными предприятиями, поскольку

- относительные фиксированные издержки, связанные со сбором информации о сделках малых предприятий с донорами капитала, выше по сравнению с информацией о сделках крупных предприятий ввиду более крупных размеров их сделок;
- число повторяющихся транзакций гораздо меньше;
- сбор финансовой информации о малых предприятиях несколько затруднен, так как рынок специалистов в этой области еще мало развит;
- у малых предприятий недостаточно инструментов для подтверждения подлинности своей информации;
- информация, представляемая малыми предприятиями, низкого качества, отсутствуют общие стандарты ее представления, поскольку ни законодательно, ни институционально малые предприятия не обязаны собирать и обрабатывать всю информацию, в которой могут быть заинтересованы доноры капитала, в утвержденном формате. Даже при попытках стандартизации этого процесса никто не застрахован от возможной недостоверности информации ввиду недостаточной компетентности управленческого персонала малых предприятий.

С другой стороны, доноры капитала из учрежденных структур в целом располагают большей статистической информацией о малых предприятиях по сравнению с отдельным предпринимателем, ищущим источник финансирования своего бизнеса. Как показывают данные, представители малого бизнеса чаще, чем представители крупного бизнеса того же профиля, испытывают трудности, связанные с ведением своего дела. Более того, они не боятся рисковать и при этом крайне оптимистичны [3]. В условиях такой информационной асимметрии финансовые институты в целях компенсации дополнительного риска, связанного с кредитованием малых предприятий, повышают стоимость капитала.

Вероятность возникновения финансовых проблем для малых предприятий тем выше, чем ниже компетентность их управленческого персонала. Соответственно, цена финансовых проблем также увеличивается, поскольку относительные издержки, которые несут малые предпри-

ятия из-за несовершенства рынка, больше. Кроме того, из-за несовершенства механизмов ограниченной ответственности по обязательствам малого предприятия цена решения финансовых проблем перекладывается на личное имущество собственника. Чтобы избежать этой опасности, собственник прибегает, например, к уменьшению доли заемного капитала. Это объясняет наблюдаемую низкую задолженность [2].

Таким образом, формулу процентной ставки по кредиту для малого предприятия можно представить в следующем виде: стоимость займа для малого и среднего предприятий включает стоимость займа для крупного предприятия плюс премия за риск, плюс (минус) вознаграждение за агентские издержки и плюс вознаграждение за информационную асимметрию. То есть как результат появления на рынке ссудного капитала стоимость займа для крупного предприятия должна быть скорректирована на величину премий за риск кредитования малого бизнеса, агентские издержки и информационную асимметрию, связанную с этим.

По инициативе ДЖЕРЕМИ-фонда было заявлено, что плата за займы для малых и средних предприятий не включает в себя дополнительную добавочную стоимость, за исключением, возможно, операций по привлечению сторонних ресурсов. Но не только это. Поскольку инициатива ДЖЕРЕМИ-фонда является межрегиональной, а сам фонд – гарантийным фондом, постольку в сферу его полномочий входит большее количество предприятий, чем в сферу полномочий относительно малых локальных гарантийных фондов. Поэтому в восприятии кредиторов снижение рисков в этом случае гораздо большее, чем в случае региональных гарантий*, что приводит к снижению добавочной стоимости к цене кредита и, следовательно, конечной цены капитала, по которой выдается заем, так же как и *СС* финансирования малого и среднего бизнеса. В результате рентабельность малых и средних предприятий, воспользовавшихся преимуществами финансирования посредством ДЖЕРЕМИ-фонда, возрастает.

* Следует отметить, что региональные фонды частично подвержены тому же риску, что и финансируемые ими малые и средние предприятия. В случае инициативы ДЖЕРЕМИ-фонда ситуация иная. Региональные риски, будучи частью рисков, связанных с малым и средним бизнесом, не так уж важны. Это еще один параметр, снижающий риски и увеличивающий рентабельность и эффективность малого и среднего бизнеса региона.

ФОРМИРОВАНИЕ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ПРЕДПРИЯТИЙ

Финансовая цель предпринимательской деятельности – увеличение состояния собственника реализуется, помимо прочего, путем увеличения стоимости самого предприятия. Структура капитала оказывает влияние на средневзвешенный уровень цены капитала и, таким образом, на эффективность инвестиционных проектов, осуществляемых предприятием. Чем ниже стоимость капитала предприятия, тем выше стоимость предприятия. Структура капитала предприятия является своего рода комбинацией его внешнего и собственного капиталов. Структура капитала важна по двум соображениям: во-первых, стоимость займа ниже, чем стоимость собственного капитала; во-вторых чем больше доля заемного капитала в структуре капитала предприятия, тем выше плата, требуемая донорами капитала, поскольку для них предприятие и его деятельность оказываются связанными большими рисками. Таким образом, чем больше доля заемного капитала в структуре капитала предприятия, тем ниже средневзвешенная стоимость капитала и, следовательно, тем выше стоимость предприятия.

Для нейтрализации этих явлений проводится поиск оптимальной структуры капитала предприятия. Одним из методов определения целевой структуры капитала является так называемый традиционный подход. Он основан на предположении, что все факторы, влияющие на структуру капитала или определяемые ею, должны быть результатом намерений максимизировать стоимость предприятия. Слишком низкая доля заемного капитала отрицательно влияет на стоимость капитала предприятия, поскольку дополнительная выгода, связанная с использованием займов, теряется (дополнительная выгода является результатом снижения налогообложения). Но с другой стороны, с увеличением задолженности стоимость предприятия сначала также увеличивается, но на каком-то этапе преимущества финансирования с помощью заемных средств превращаются в недостатки (увеличившийся риск для акционеров и кредиторов заставляет их повышать цену капитала), что приводит к снижению стоимости предприятия.

В рамках этого подхода предполагается, что по мере роста соотношения D/E (D – целевая структура капитала, E – оптимальная структу-

ра капитала) растет стоимость собственного и заемного капиталов, что приводит к изменению средневзвешенной цены капитала. На начальной стадии роста соотношения D/E дисконтная ставка капитала CC уменьшается, а потом увеличивается. Точка минимального значения CC соответствует максимальной стоимости предприятия [4].

Подобные выводы сделаны в рамках статической теории структуры капитала. Они базируются на тех же предпосылках, что и налого-

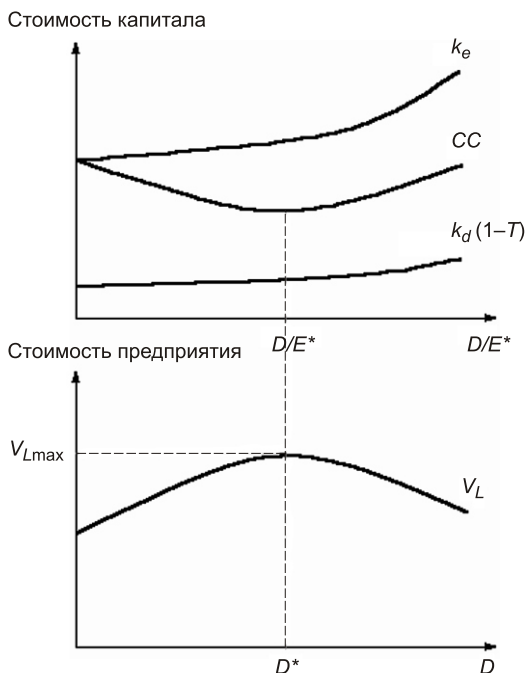


Рис. 1. Целевая/оптимальная структура капитала – подход с учетом риска банкротства

D/E – задолженность/собственность (Debt/Equity); k_e – стоимость акционерного капитала; k_d – стоимость заемного капитала; CC – средняя цена капитала; V – стоимость предприятия; T – действующая ставка налога; V_{Lmax} – максимальная стоимость предприятия

(см.: Ross S.A., Westerfield R.W., Jordan B.D. *Finanse przedsiębiorstw*. – Kraków: DW ABC, 1999)

вая модель Модильяни – Миллера, за исключением случая банкротства. Расходы, связанные с делами о банкротстве, понимаются как некоторые финансовые расходы, возникающие в связи с риском банкротства предприятия. В соответствии со статической теорией предполагается, что предприятие должно увеличивать финансирование за счет заемных средств до того момента, пока облагаемая налогом прибыль, полученная в результате использования заемных средств, не будет равняться финансовым расходам, возникающим в связи с риском банкротства предприятия. Наименование этого подхода обусловлено тем, что предприниматель не меняет свои активы и вид деловой активности, а только анализирует изменения в использовании займов. Согласно этому подходу, стоимость капитала вначале уменьшается благодаря преимуществам использования заемных средств, а затем при превышении оптимального уровня задолженности начинает увеличиваться из-за роста расходов, связанных с делами о банкротстве. Стоимость предприятия, финансируемого за счет заемных средств, в соответствии со статической теорией показана на рис. 1.

Инициатива ДЖЕРЕМИ-фонда приводит к появлению целевых/оптимальных структур капиталов. Во-первых, в результате снижения расходов, связанных с делами о банкротстве, вследствие действия механизма гарантий, т.е. благодаря большему снижению рисков, чем в случае обычных локальных фондов, кредитоемкость малого и среднего бизнеса растет. Во-вторых, кривая V_L будет находиться выше кривой CC , поскольку благодаря работе с межрегиональным фондом уменьшается стоимость как собственного, так и заемного капитала, а снижение рисков позволяет снизить норму прибыли с капитала.

ОПТИМАЛЬНЫЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БЮДЖЕТ ПРЕДПРИЯТИЯ

При внешнем финансировании предприятий уровень капитальных затрат меняется при переходе от одного источника, который уже исчерпан, к другому. Предприниматель должен вначале использовать самые дешевые источники и только потом переходить к более дорогим. Изменение средневзвешенных капитальных затрат представлено

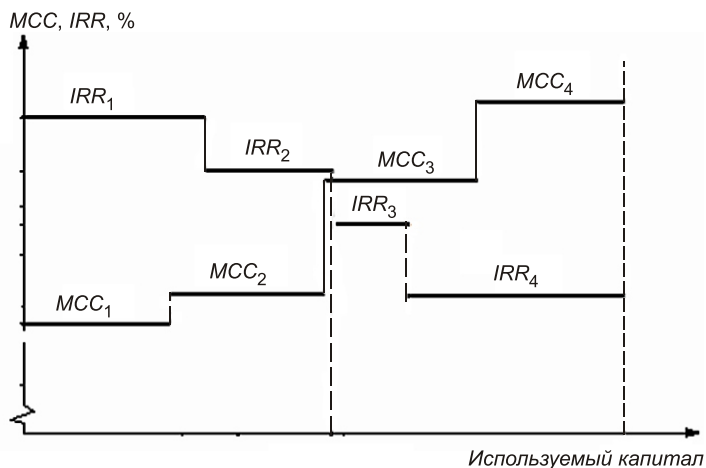


Рис. 2. Оптимальный бюджет без участия ДЖЕРЕМИ-фонда

на рис. 2, 3 в виде кривой, известной как кривая предельных капитальных затрат. Эта кривая отражает соотношение предельных капитальных затрат и уровня капитала, необходимого для реализации инвести-

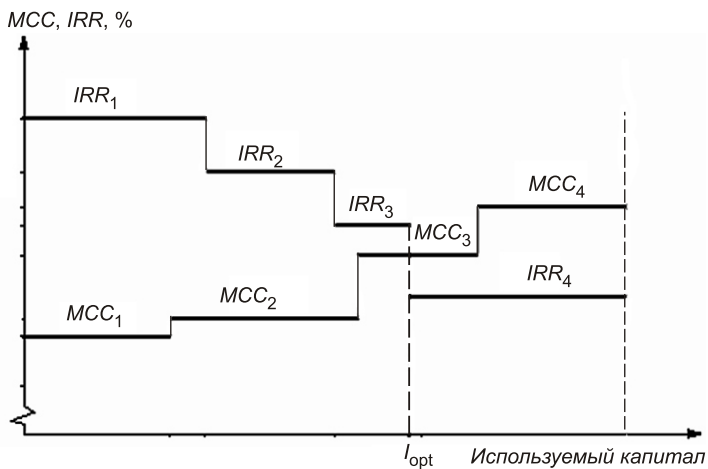


Рис. 3. Оптимальный бюджет при участии ДЖЕРЕМИ-фонда

ционных мероприятий, проводимых предприятием. Для осуществления этих мероприятий используются самые дешевые займы (при условии сохранения оптимального соотношения внешнего и собственного капиталов) с последующим переходом к более дорогим, т.е. от займов с самой низкой величиной предельных капитальных затрат (*ММС*) переходят к займам с более высокой величиной предельных капитальных затрат.

Кривая инвестиционных возможностей малого или среднего предприятия (см. рис. 2, 3), в свою очередь, показывает наиболее эффективные возможности, доступные малому или среднему предприятию – от самых лучших (с самой высокой внутренней нормой рентабельности – *IRR*) до самых плохих (с самой низкой *IRR*).

Оптимальный инвестиционный бюджет представляет собой капитал предприятия, предназначенный для использования в качестве инвестиций и получающийся при равенстве предельных капитальных затрат предельным инвестиционным возможностям. Наличие оптимального инвестиционного бюджета является необходимым условием максимизации стоимости предприятия. Графически оптимальный инвестиционный баланс, на наш взгляд, отражается пересечением кривой предельных капитальных затрат и кривой инвестиционных возможностей. Пересечение кривой предельных капитальных затрат и кривой инвестиционных возможностей показывает оптимальный инвестиционный бюджет I_{opt} .

Возможности, предоставляемые инициативой ДЖЕРЕМИ-фонда по снижению рисков и обеспечению большей доступности дешевых средств для пополнения собственного капитала и получения займов, меняют положение малых и средних предприятий, – как показано на рис. 3, кривая *МСС* сместилась вниз. В результате может быть реализовано большее число проектов или с большим объемом ресурсов (а возможно, и просто один крупный), поскольку они оказываются более рентабельными. Оптимальный инвестиционный бюджет увеличится при условии работы в рамках этой инициативы, что и составит его добавочную стоимость.

Данный пример показывает, почему не следует полагать, что алгоритм оценки недостатка финансовых средств у малых и средних предприятий точен. На рисунке 3 видно, что оптимальный инвестиционный бюджет до работы в рамках инициативы ДЖЕРЕМИ-фонда был меньше, из чего следует, что малые и средние предприятия используют меньше денежных средств на реализацию проектов. Существует финансовая брешь, но ее существование объясняется более высокой ценой капитала, а не физическим недостатком денег (как правило, деньги есть, но они дорогие, что и ограничивает возможность их использования для реализации проектов).

* * *

С точки зрения только финансовых результатов инициатива ДЖЕРЕМИ-фонда кажется удачной и благоприятно влияющей на деятельность микро- и малых предприятий. Она особенно удачна в плане создания предприятиями собственного капитала (а именно, в плане первоначального инвестирования, создания венчурного капитала), а также в отношении теоретических возможностей снижения финансовых рисков с помощью гарантий региональных институтов (менее подверженных потенциальным рискам того региона, где функционируют микропредприятия, работающие с фондом).

Литература

1. **Wijst D., van der.** Financial structure in small business: theory, tests and applications // Lecture Notes in Economics and Mathematical Systems. – Berlin; Heidelberg: Springer-Verlag, 1989. – V. 320. – P. 16–26.
2. **Ang J.S.** Small business uniqueness and the theory of financial management // Journal of Small Business Finance. – 1991. – No. 1(1). – P. 5–7.
3. **Meza D.** The Borrower's curse: optimism, finance and entrepreneurship // Economic Journal. – 1996. – No. 106 (435). – P. 375–386.
4. **Shapiro A.C., Balbier S.D.** Modern corporate finance. – Upper Saddle River: Prentice Hall, 2000. – 470 p.