

## ФИНАНСЫ, КРЕДИТ, СТРАХОВАНИЕ

*В. В. Иванов, Н. В. Бушуева*

### ВНЕШНИЕ ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ РОССИЙСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ: РЕАЛИИ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Основным источником финансирования деятельности российских предприятий в настоящее время являются: прибыль, остающаяся в их распоряжении, кредиторская задолженность, банковский кредит и, в меньшей степени, эмиссия акций и облигаций. Объемы привлечения и использования того или иного источника зависят, прежде всего, от его стоимости, доступности, а также от сложившихся взаимоотношений с партнерами по бизнесу.

В последние два-три года крупные предприятия России все чаще прибегают к привлечению капитала посредством эмиссии облигации и размещению акций на открытом рынке. Однако для большинства предприятий этот источник финансирования еще мало доступен из-за высоких расходов, связанных с выпуском и размещением ценных бумаг.

В литературе кредиторскую задолженность (задолженность за товары, работы, услуги, задолженность по заработной плате и задолженность по уплате налогов) редко относят к источникам капитала предприятий, так как она является результатом текущих операций, и предприятие, как правило, не выплачивает по ней проценты, кроме тех случаев, когда несвоевременные расчеты приводят к штрафным санкциям и затраты по использованию этого источника становятся явными.

Значительная доля кредиторской задолженности российских предприятий (в 2000 г. — 44,7%, 2003 — 24,7, 2004 — 18,9% от суммарной задолженности по обязательствам<sup>1</sup>) часто не приводит к банкротству предприятий и отражает скорее сложившуюся хозяйственную практику, чем кризисное явление. Цивилизованное кредитование в отечественных условиях во многом заменяется кредиторской задолженностью. Сведения о размерах

---

**Виктор Владимирович ИВАНОВ** — д-р экон. наук, профессор, заведующий кафедрой теории кредита и финансового менеджмента СПбГУ. В 1970 г. окончил экономический факультет ЛГУ. Кандидатскую диссертацию защитил в 1985 г., докторскую — в 1994 г. Сфера научных интересов — финансы. Автор и соавтор более 70 научных работ, в том числе 4 монографий, 5 учебников и учебных пособий.

**Наталья Владимировна БУШУЕВА** — старший преподаватель Хакасского государственного университета им. Н.Ф. Катанова. Сфера научных интересов — финансы организаций, финансовые рынки.

© В. В. Иванов, Н. В. Бушуева, 2007

кредиторской задолженности в общем объеме источников финансирования приведены в табл. 1.

Таблица 1

**Доля кредиторской задолженности в общей величине источников финансирования предприятий**

Отрасли экономики	Доля кредиторской задолженности, в % от величины активов	Доля просроченной задолженности, в % от общей величины кредиторской задолженности
Всего	22,2	18,9
Промышленность	23,5	21,7
Сельское хозяйство	24,7	49,8
Строительство	38,7	19,3
Транспорт	13,3	19,4
Связь	19,1	1,9
Торговля и общественное питание	23,3	9,7
Оптовая торговля продукцией производственно-технического назначения	42,7	3,8
Жилищно-коммунальное хозяйство	13,3	50,9
Другие отрасли	26,7	6,4

Рассчитано по данным ФСГС (<http://www.gks.ru/bgd/regl/brus05/IssWWW.exe>).

В последние три-четыре года в структуре источников финансирования российских предприятий возрастает доля собственных средств. Об этом свидетельствуют данные, опубликованные Банком России по результатам проведенного им мониторинга ряда предприятий отдельных отраслей.

В табл. 2 приведены данные по структуре пассивов российских предприятий, участвующих в мониторинге, проводимом Банком России.

Из табл. 2 видно, что за 2003–2004 гг. и 9 месяцев 2005 г. доля собственных средств в структуре источников финансирования возросла на 4,6%, а доля заемных средств, в том числе и кредит, соответственно уменьшилась.

Данные ФСГС несколько отличаются от выборочного исследования Банка России. ФСГС публикует сведения об общей задолженности организаций, которая представлена кредиторской задолженностью, кредитами банков и займами. Абсолютная величина кредитов и займов (по их данным) за период 2000–2004 гг. выросла в 4,6 раза и к концу 2004 г. достигла 43% от общей задолженности по обязательствам (табл. 3). (По сведениям Банка России, полученным на основании мониторинга предприятий, на конец 2004 г. доля кредитов от общей задолженности составляла 34,6%.)

**Структура источников привлечения средств предприятиями-ссудозаемщиками  
по отраслям экономики (на конец периода)**

Отрасли экономики	2003 г.			2004 г.			9 мес. 2005 г.		
	Кредит*	Прочая задолженность**	Собственный капитал***	Кредит	Прочая задолженность	Собственный капитал	Кредит	Прочая задолженность	Собственный капитал
Всего по предприятиям-ссудозаемщикам	11,9	21,7	66,4	11,2	21,3	67,5	10,0	19,0	71,0
1. Промышленность	11,7	20,5	67,8	11,0	20,2	68,8	9,4	17,2	73,4
2. Сельское хозяйство	11,8	27,4	60,8	12,9	21,5	65,6	17,4	22,5	60,1
3. Строительство	10,6	54,2	35,2	12,0	46,9	41,1	4,7	39,3	56,0
4. Торговля	18,2	47,9	33,9	22,2	51,1	26,7	20,6	48,9	30,5
5. Общественное питание	6,22	37,3	56,5	11,5	37,0	51,5	18,8	30,2	51,0
6. Транспорт и связь	15,8	32,7	51,5	15,8	37,3	46,9	26,1	25,8	48,1

\* Доля обязательств перед банками, % от итога баланса.

\*\* Доля обязательств предприятий, кроме обязательств перед банками, % от итога баланса.

\*\*\* Уровень фактического самофинансирования, удельный вес чистых активов в общей величине активов (итог баланса).

Рассчитано по данным Банка России: Обзор банковского сектора Российской Федерации (интернет-версия). 2006. № 39. Январь. Табл. 42 ([http://www.cbr.ru/analytics/bank\\_system/](http://www.cbr.ru/analytics/bank_system/)).

Приведенные выше данные свидетельствуют о том, что, несмотря на определенный рост финансирования за счет заемных источников, предприятия продолжают использовать преимущественно собственные средства, причем их доля в балансах предприятий увеличивается. Почему данная ситуация сохраняется в течение ряда лет, несмотря на снижение процентных ставок, экономический рост, стабильную политическую ситуацию?

Принято считать, что предприятиям выгодно привлекать платные заемные средства по двум основным причинам:

- ◆ во-первых, потому что заемный капитал дешевле собственного;
- ◆ во-вторых, потому что привлечение платных заемных средств уменьшает налогооблагаемую прибыль на величину уплачиваемых процентов с учетом ставки рефинансирования (эффект финансового рычага, налоговый щит), что уменьшает налог на прибыль.

Рассмотрим подробнее, выполняются ли эти теоретические положения в России и какие факторы влияют на механизмы заимствования.

Теоретически заемный капитал всегда дешевле собственного. Данное утверждение обосновывается тем, что риск кредитора ниже риска собственника, акционера. Кредитор

и собственник вкладывают деньги в одно и то же предприятие, имеющее определенный уровень рисков, связанных с производством и продажей продукции (услуг). При этом кредитор получает фиксированный процент и защищен от потерь основной суммы различными способами (залог, поручительство), а собственник (акционер) принимает риск полностью, его доход не гарантирован и вложенный капитал при неблагоприятной ситуации может быть потерян. Поэтому стоимость привлечения кредита должна быть ниже стоимости привлечения акционерного капитала.

Низкую долю банковских кредитов в России иногда объясняют тем, что на протяжении уже многих лет процентная ставка за кредит чрезмерно высока для предприятий реального сектора. Если отдача от вложенных средств меньше, чем плата за привлечение средств, то пользоваться таким источником средств нецелесообразно, так как стоимость предприятия будет уменьшаться.

Возникает вопрос – каким показателем измерить отдачу от вложенных средств? Для краткосрочного периода это может быть рентабельность продукции, так как проценты за кредит и основная сумма долга будут возвращаться из текущих поступлений. Для средне- и долгосрочного периода корректнее будет сравнение с рентабельностью активов или рентабельностью собственного капитала. В долгосрочной перспективе для оценки привлекательности заимствования стоимость заемных средств целесообразно сравнивать со стоимостью собственного капитала.

В качестве показателя стоимости собственного капитала можно использовать показатель курсовой доходности обыкновенных акций. Уровень курсовой доходности определяется рынком при условии, что широкому кругу лиц доступна информация о деятельности компании, инвесторы определяют ее уровень рисков и соответствующую этим рискам доходность. Рыночные силы в конечном итоге формируют именно такую, справедливую, доходность по акциям компании. В России этот механизм по отношению к большинству предприятий пока не действует, поэтому в качестве показателя стоимости

Таблица 3

**Задолженность организаций (на конец года)**

Виды задолженности	2000 г.		2003 г.		2004 г.	
	млн руб.	в % к итогу	млн руб.	в % к итогу	млн руб.	в % к итогу
Суммарная задолженность по обязательствам	4 479 935	100	8 795 918	100	10 420 880	100
Из суммарной задолженности по обязательствам:						
кредиторская задолженность	3 514 951	78,5	5 283 176	60,1	5 943 837	57,0
задолженность по кредитам банков и займам	964 984	21,5	3 512 742	39,9	4 477 043	43,0

Источник: Данные ФСТС (<http://www.gks.ru/bgd/regl/brus05/IssWWW.exe/Stg/22-17.htm>).

Таблица 4

**Рентабельность проданных товаров, продукции (работ, услуг) и активов организаций по отраслям экономики (в %)**

Отрасли экономики	Рентабельность					
	проданных товаров, продукции, работ, услуг			активов		
	2000 г.	2003 г.	2004 г.	2000 г.	2003 г.	2004 г.
Всего	18,9	10,2	13,9	7,6	5,9	7,8
В том числе:						
Промышленность	24,7	13,5	18,6	12,9	6,3	10,3
Сельское хозяйство	6,3	2,7	7,4	2,0	0,3	4,1
Строительство	9,7	6,0	5,9	4,6	3,5	3,3
Транспорт	17,2	9,2	8,5	5,2	3,3	4,6
Связь	30,7	36,0	32,4	11,6	14,6	12,1
Торговля и общественное питание	18,5	9,8	11,5	7,5	7,0	9,6
Оптовая торговля продукцией производственно-технического назначения	3,5	4,7	7,1	3,6	3,5	6,9
Жилищно-коммунальное хозяйство	-17,6	-11,5	-7,5	-0,2	-0,4	-0,2
Другие отрасли	21,5	7,5	15,8	9,7	12,9	9,1
Средняя процентная ставка по кредитам до года*	25,9	14,4	12,7	–	–	–
Средняя процентная ставка по кредитам от 1 года до 3 лет*	–	–	–	24,0	15,2	12,7

\*Расчитано как средняя арифметическая по рублевым кредитам предприятиям и организациям по источнику: Бюллетень банковской статистики. 2004. № 2 (129); 2006. № 2 (153) ([http://www.cbr.ru/BBS/bank\\_bulletin.asp](http://www.cbr.ru/BBS/bank_bulletin.asp)).

Источник: <http://www.gks.ru/bgd/regl/brus05/IssWWW.exe/Stg/22-16.htm>

собственного капитала ( $R_e$ ) с долей условности можно принять рентабельность собственного капитала<sup>2</sup>:

$$R_e = r/d_e, \quad (1)$$

где  $r$  – рентабельность активов,  $d_e$  – доля собственного капитала в структуре пассивов.

Данный показатель не является требуемой доходностью, он отражает существующую отдачу на вложения собственников активов, но для оценки привлекательности займов использовать его можно.

Стоимость заемного капитала ( $R_b$ ) определяется с учетом эффекта финансового левериджа:

$$R_b = i(1 - \tau), \quad (2)$$

где  $i$  – ставка банковского процента,  $\tau$  – ставка налога на прибыль.

Рассмотрим фактические значения перечисленных выше показателей для предприятий различных отраслей. По информации Федеральной службы государственной статистики (ФСГС) можно сделать вывод, что в большинстве отраслей рентабельность продукции и активов меньше, чем ставки по кредитам (табл. 4).

Рентабельность продукции, достаточная для привлечения банковского кредита, по информации ФСГС, в 2004 г. была лишь в промышленности (топливной, черной и цветной металлургии) и в связи. Даже торговля, наиболее активно кредитуемая отрасль экономики, не имеет рентабельности, приемлемой для привлечения банковских кредитов. Достаточно высокой рентабельности активов нет ни в одной отрасли. Наиболее вероятно, что предприятия не раскрывают информацию о реальном положении дел. Можно предположить, что реальная доходность собственников достаточна для получения кредитов, но она не отражена в официальной статистике, так как бизнес стремится уменьшить налогообложение.

Несколько иная картина получится, если рассчитать рентабельность собственного капитала и стоимость привлечения кредита с учетом налоговой экономии (табл. 5). Расчеты сделаны по данным мониторинга предприятий, проводимого Банком России. Поскольку в мониторинге участвуют преимущественно предприятия-ссудозаемщики (хотя по Положению о мониторинге это не обязательно, но можно предположить, что предприятия с плохим финансовым состоянием в этом добровольном мероприятии участвовать отказываются), их рентабельность активов немного лучше, чем в целом по стране, хотя и не во всех отраслях. Стоимость привлечения банковского кредита с учетом налоговой экономии рассчитана по формуле (2) для ставки налога 24%, рентабельность собственного капитала – по формуле (1).

Курсивом в табл. 5 показано, каким отраслям доступен кредит, исходя из сравнения доходности собственников и стоимости привлечения кредита. Лишь в электроэнергетике, легкой промышленности и общественном питании рентабельность критически низкая.

Таким образом, по данным мониторинга, в основном для предприятий-ссудозаемщиков заемный капитал дешевле собственного.

Тем не менее в среднем для всех предприятий *заемный капитал дороже собственного*. То есть собственники предприятий по сравнению с кредиторами вынуждены мириться с большими рисками потери капитала при доходности меньшей, чем плата за кредит. В условиях эффективного рынка капитала (бесплатность и равнодоступность информации, отсутствие трансакционных расходов, рациональность поведения инвесторов и др.) владельцы капитала могут свободно перемещать его в соответствии со своими рискованными предпочтениями. В этих условиях капитал переместился бы в кредитную сферу, предложение капитала увеличилось, что привело бы доходность в соответствие с риском. Такой процесс в России не происходит, и на наш взгляд, *по следующим причинам*:

- высокие барьеры входа на легальный рынок кредитования (требования к величине уставного капитала для вновь открывающихся кредитных организаций в размере 5 млн евро);

- высокие издержки кредитования, вызванные общесистемными рисками кредитной деятельности и снижающие ее рентабельность;

## Рентабельность и процентная ставка по кредитам

Отрасли экономики	Рентабельность активов, %			Рентабельность собственного капитала ( <i>Re</i> ), %		
	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.
Всего по предприятиям-ссудозаемщикам	4,7	9,1	11,5	7,0	13,6	16,9
1. Промышленность	5,0	9,3	12,0	7,4	13,7	17,4
1.1. Электроэнергетика	0,9	1,7	3,7	1,2	2,3	4,9
1.2. Топливная промышленность	5,4	9,4	10,4	7,1	12,4	13,4
1.3. Черная металлургия	10,4	29,2	44,0	18,7	47,9	74,8
1.4. Цветная металлургия	6,4	15,4	19,1	11,1	26,3	32,0
1.5. Химическая и нефтехимическая промышленность	6,2	6,3	12,4	11,5	13,3	24,2
1.6. Машиностроение и металлообработка	2,5	4,6	4,2	6,0	11,6	9,1
1.7. Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная промышленность	11,6	6,3	5,0	17,6	10,7	10,8
1.8. Промышленность строительных материалов	7,5	5,5	4,0	16,6	13,6	11,1
1.9. Легкая промышленность	0,8	2,1	1,2	1,8	4,1	2,6
1.10. Пищевая промышленность	6,2	5,1	4,0	14,1	13,7	11,5
2. Сельское хозяйство	н/д	4,8	10,3	н/д	7,5	15,5
3. Строительство	3,2	6,2	4,5	7,4	16,8	10,9
4. Торговля	6,5	8,1	5,0	42,5	22,6	19,6
5. Общественное питание	8,4	2,5	2,4	12,5	4,4	4,5
6. Транспорт и связь	1,4	10,1	8,4	2,0	19,5	17,3
Среднее значение процентной ставки по кредитам*	15,7	13,0	11,4	15,7	13,0	11,4
Стоимость банковского кредита с учетом налоговой экономии ( <i>Rb</i> ), %	11,9	9,9	8,7	11,9	9,9	8,7

\* Данные Банка России ([www.cbr.ru/statistics/credit\\_statistics](http://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics)).

Рассчитано по данным Банка России: Обзор банковского сектора Российской Федерации (интернет-версия). 2005. № 31. Май. Табл. 42 ([http://www.cbr.ru/analytics/bank\\_system/](http://www.cbr.ru/analytics/bank_system/)).

– мотивационные проблемы, связанные со стремлением собственников к рискованным операциям, повышающим их благосостояние за счет кредиторов, что вынуждает кредиторов уменьшать объем предоставляемых ими средств<sup>3</sup>.

С развитием рыночных отношений и снижением общего уровня рисков в экономике ситуация должна измениться, причем ведущими факторами изменений будут повышение прозрачности предприятий и уменьшение остроты конфликта «собственник – кредитор».

Выгодность финансирования за счет платных заемных источников связана с эффектом финансового рычага. Использование кредита создает «налоговый щит» – проценты за кредит с учетом ставки рефинансирования включаются в затраты, уменьшающие налогооблагаемую прибыль.

Для получения банковского кредита предприятию необходимо убедить банк в своей кредитоспособности. Для этого нужно демонстрировать в финансовой отчетности активы, высокую стабильную выручку и прибыль, раскрывать информацию о реальном положении дел. Большинство предприятий малого бизнеса России, индивидуальные предприниматели используют упрощенные схемы налогообложения, налог на вмененный доход и др. При этом предприятия становятся финансово непрозрачными, что затрудняет доступ к банковским кредитам. Но невозможно быть информационно прозрачными для банков и непрозрачными для налоговой инспекции. Раскрыв информацию о себе, предприятие должно будет заплатить налоги в полном объеме. То есть, принимая решение воспользоваться банковским кредитом, предприятия несут высокие издержки на получение кредита, связанные с необходимостью «выйти из тени».

Рассмотрим подробнее, каким образом взаимосвязаны эти явления.

В теории финансов взаимосвязь между рентабельностью (доходностью) собственного капитала, уровнем долга и ставкой налога на прибыль объясняется следующим образом<sup>4</sup>:

$$EBIT = rA,$$

где  $EBIT$  – операционная прибыль до выплаты процентов и налогов,  $r$  – рентабельность активов,  $A$  – стоимость совокупных активов.

В России данный показатель в финансовой отчетности предприятий отсутствует. В определенной мере в качестве аналога данного показателя можно использовать показатель прибыли до налогообложения за минусом процентов к уплате. Обозначим его как  $ES$ . Будем считать, что  $ES=rA$ .

После уплаты процентов за кредит ( $iB$ ) налогооблагаемая прибыль уменьшается, с оставшейся прибыли уплачивается налог по ставке  $\tau$ . Остается чистая прибыль ( $E$ ), которая доступна собственникам для дальнейшего использования:

$$E = (1-\tau)(rA-iB),$$

где  $i$  – процентная ставка за кредит,  $\tau$  – ставка налога на прибыль,  $B$  – величина долга.

Рентабельность собственного капитала есть отношение чистой прибыли к величине собственного капитала:

$$R_e = \frac{(1-\tau)(rA-iB)}{S}, \quad (3)$$

где  $S$  – собственный капитал.

Предположим, что собственники предприятия имеют две альтернативы:

- 1) полностью уйти от налогов и отказаться от кредита;
- 2) платить налоги и пользоваться кредитом, уменьшая налогооблагаемую прибыль на сумму уплаченных процентов.



Если собственники принимают решение не использовать кредит, они отказываются от налоговой экономии на кредите, но при этом получают возможность вообще уйти от налогов и присвоить всю прибыль  $ES$ . Будем считать, что общая величина активов в том и другом случае одинакова, изменяется только их структура. В этом случае (уход от налогов и отказ от кредита) рентабельность активов совпадет с рентабельностью собственного капитала:  $R_e = r$ .

Как зависят решения собственников от рентабельности активов, процентных ставок и уровня налогообложения? Для ответа на этот вопрос сравним рентабельность  $R_e$ , полученную по формуле (3) для второй альтернативы и  $r = R_e$  для первой альтернативы.

Преобразуем формулу (3) для снижения размерности:

$$\begin{aligned} R_e &= \frac{(1-\tau)(rA-iB)}{S} = \frac{(1-\tau)(r(B+S)-iB)}{S} = (1-\tau) \left( r + (r-i) \frac{B}{S} \right) = \\ &= (1-\tau) \left( 1 + \left( 1 - \frac{i}{r} \right) \frac{B}{S} \right) r, \end{aligned} \quad (4)$$

где параметр  $i/r$  характеризует разрыв, спред между стоимостью кредита и рентабельностью активов, обозначим его  $\delta$ , параметр  $B/S = \lambda$  – это отношение долга к собственному капиталу, финансовый левэридж.

Нас интересует, как влияют параметры  $i/r = \delta$  и  $B/S = \lambda$  на знак (больше, меньше, равно) между выражениями  $(1-\tau)(1+(1-\delta)\lambda)r$  и  $r$ , т. е. между рентабельностью собственного капитала и рентабельностью активов. Знак «больше» показывает, что выгодно платить налоги и брать кредиты, если же  $(1-\tau)(1+(1-\delta)\lambda)r < r$ , то выгодно уходить от налогов и отказываться от кредитов.

Будем считать, что  $r$  – положительная величина, т. е. не станем рассматривать убыточные предприятия. Тогда деление на  $r$  не изменит знака, и можно будет исследовать зависимость  $(1-\tau)(1+(1-\delta)\lambda)$  и 1.

При  $\tau = 24\%$  (действующий налог на прибыль) выражение  $(1-0,24)(1+(1-\delta)\lambda) \geq 1$  преобразуется в

$$(1-\delta)\lambda \geq 0,3158. \quad (5)$$

Проанализируем условия выполнения формулы (5), т. е. ситуации, при которой рентабельность собственного капитала превышает рентабельность активов. Для того чтобы выполнялись данные условия, необходимо, по крайней мере, чтобы  $\delta$  была меньше 1, а  $\lambda$  – больше 0. Если  $\delta$  равна 0, т. е. заемные средства достаются предприятию бесплатно, то условия выражения (5) будут выполняться при  $\lambda \geq 0,3158$ , т. е. тогда, когда задолженность составляет более чем 0,3158 к величине собственного капитала.

На рис. 1 показана линия уровня функции (5), при которой функция принимает значение 1. Область *над кривой* – это те значения  $\delta$  и  $\lambda$ , при которых предприятия выберут вторую стратегию (выход из тени). Например, при отношении долг/капитал, равном 1, и процентной ставке, составляющей более 68% от рентабельности активов (точка А), рентабельность собственного капитала при наличии долга, после уплаты налогов, будет больше, чем доходность собственного капитала при уклонении от налогов и невозможности взять кредит (при прочих равных условиях). Видно, что чем меньше разрыв между процентом за кредит и рентабельностью активов, тем выше должен быть финансовый левэридж. При  $\delta=0,86$  долг выгоден, если его уровень в 2 раза выше суммы собст-

венных средств (точка В). Или еще такой пример: при ставке за кредит 10% рентабельность активов должна быть более 20%, а отношение долг/капитал — более 0,6, т. е. доля долга около 38% от величины пассивов (точка С).

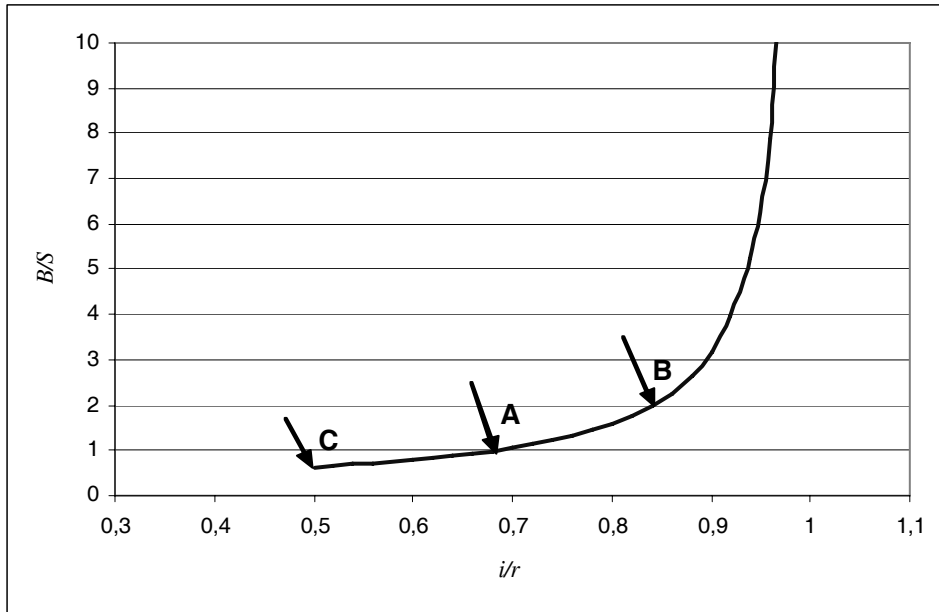


Рис. 1. График функции  $(1-\delta)\lambda = 0,3158$  при  $\tau=0,24$ .

Если предприятия используют различные схемы оптимизации налогообложения, их финансовая прозрачность уменьшается. Например, переход на упрощенную систему налогообложения или уплата налога на вмененный доход не требуют составления подробной финансовой отчетности. Крупные предприятия могут разделяться на несколько сотен ООО для снижения рисков налоговых претензий, но при этом лишаются возможности продемонстрировать значительные цифры оборота, дохода, собственного капитала для того, чтобы привлечь капитал<sup>5</sup>. Снижение финансовой прозрачности влияет на *предложение* капитала, затрудняя кредиторам и инвесторам оценку рисков. А снижение налогообложения влияет на *спрос*, уменьшая масштабы теневой экономики, повышая привлекательность заимствования.

Допустим, оптимизация позволила снизить реальный уровень налогообложения до 10%. Предположим, что этот уровень налогов можно снизить еще, привлекая кредит. Рассмотрим, при каких значениях финансового левериджа и отношениях «стоимость кредита / рентабельность активов» выгодно будет платить налог и пользоваться кредитом (по сравнению с полным уходом от налогов). Очевидно, что спрос на кредиты со стороны предприятий значительно вырастет.

Так, например, при отношении долг/капитал, равном 1, достаточно, чтобы отношение  $i/r$  было не более 0,9 (например, процент за кредит 10%, рентабельность активов 11,1%) (рис. 2). Еще пример: при ставке за кредит 10% рентабельность активов должна быть более 20%, а отношение долг/капитал — более 0,2, т. е. доля долга около 17% от величины пассивов.

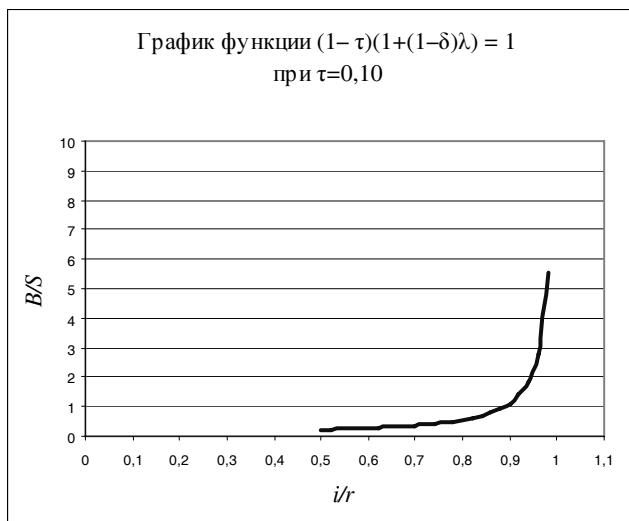


Рис. 2. Область спроса на кредиты при уровне налогообложения 10%.

того чтобы лучше понять влияние налогообложения на привлекательность заимствования, рассмотрим поведение функции (5) при  $\tau=0,40$  (рис. 3).

Для тех же значений отношения долг/капитал, равного 1, отношение  $i/r$  должно быть менее 0,5, т. е. ставки по кредиту должны быть очень низкими либо рентабельность активов очень высокой, чтобы предприятия могли воспользоваться эффектом финансового левериджа, а не уклоняться от налогов. При ставке за кредит 10% рентабельность активов должна быть более 20%, а отношение долг/капитал — более 1,4, т. е. доля долга около 58,3% от величины пассивов.

При уровне налога на прибыль более 50% в заданных границах  $\sigma$  и  $\lambda$ , ни при каких их значениях предприятиям нет смысла привлекать кредит для создания «налогового щита», больший экономический эффект будет достигнут путем ухода от налогов.

Необходимо учесть, что, выбирая стратегию «легализации», предприятия за счет налоговой экономии уменьшают только налоги, уплачиваемые из прибыли. Выбирая же «теневую деятельность», предприятия уменьшают все налоги — и социальные, и

В данном случае учитывается только влияние снижения налогов. Если коммерческие банки сумеют оценить кредитоспособность предприятий в этих условиях, их возможности размещения средств значительно возрастут.

Фактический уровень налоговой нагрузки на предприятия оценить сложно, так как налоги могут перемещаться (или не перемещаться) на потребителей продукции, на работников, даже на поставщиков — в зависимости от эластичности спроса на ресурсы и продукцию. Реальный уровень налогообложения предприятий не ограничивается налогами, уплачиваемыми из прибыли. Для

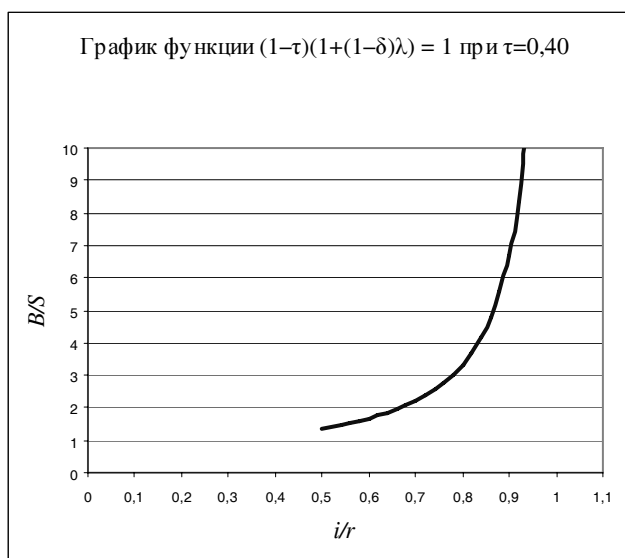


Рис. 3. Область спроса на кредиты при уровне налогообложения 40%.

налоги с оборота. Поэтому с точки зрения экономии на налогах теневая деятельность на самом деле привлекательнее, чем выглядит в изложенной модели.

Сделаем некоторые выводы из проведенного анализа.

Стоимость привлечения банковского кредита для финансирования деятельности предприятий нефинансового сектора приемлема в большинстве отраслей, если процентные ставки по кредитам сравнивать с рентабельностью собственного капитала. Тем не менее доля банковских кредитов в структуре источников финансирования остается низкой. Одна из возможных причин такого положения – поведение предприятий, уменьшающее налоговое обложение путем снижения их финансовой прозрачности. Отсутствие достоверной информации о предприятии затрудняет им доступ к банковскому кредиту. Предприятиям экономически целесообразно «выходить из тени» при низких (по сравнению с рентабельностью активов) ставках по кредиту и при высоком уровне долга, а не при любых «приемлемых» ставках. Если коммерческие банки найдут способ оценивать непрозрачный для официальных учреждений малый и средний бизнес индивидуальных предпринимателей, то они смогут значительно расширить круг заемщиков, так как чем ниже уровень налогообложения, тем слабее (с позиций оптимизации налогообложения) требования к уровню процентных ставок и к доле долга в капитале.

---

<sup>1</sup> Рассчитано по данным Федеральной службы государственной статистики (ФГСС) (<http://www.gks.ru/bgd/regl/brus05/IssWWW.exe/Stg/22-16.htm>).

<sup>2</sup> См., напр.: *Ченг Ф. Ли, Финнерти И.* Финансы корпораций: теория, методы и практика / Пер с англ. М., 2000. С. 301–302.

<sup>3</sup> Данная ситуация рассмотрена, например, Боди и Мертоном (*Боди З., Мертон Р.* Финансы: Учеб. пособие / Пер. с англ. М., 2000. С. 522–523).

<sup>4</sup> *Ченг Ф. Ли, Финнерти И.* Указ. соч. С. 228.

<sup>5</sup> *Никулина А.С.* Тенденции изменения структуры финансирования сетевой розничной торговли в России // Современные аспекты экономики. 2005. № 23(90). С.175–179.

Статья поступила в редакцию 2 ноября 2006 г.