

Капиталистическое финансирование



Целесообразно начать с двух замечаний Хаймана Мински¹ по поводу капитализма. Капитализм:

- 1) продуктивен, потому что стимулирует конкуренцию и инновации;
- 2) нестабилен по ряду причин.

Причина, на которой я сосредоточусь в этой статье, является следствием того, как фирмы финансируют свою деятельность.

Метамодель иллюстрирует оба эти аспекта капитализма, но перед тем как рассмотреть их подробно, я остановлюсь на фундаментальной взаимосвязи между финансами и стратегией.

Финансирование проектов

Проекты могут финансироваться за счет заемного или акционерного капитала, но большинство компаний финансируют свою де-

ятельность за счет краткосрочных банковских займов, возвращая средства при поступлении денежных потоков наличности, а затем опять рефинансируя бизнес; таким образом, большинство предприятий являются собственностью² банков³ (или других финансовых учреждений). Вот типичные примеры бизнес-проектов.

1. Существует потребность в авансовом осуществлении инвестиций в материальные ценности (машины, технологии, обучение персонала, развитие нового продукта или услуги) и в нематериальные активы (маркетинг, брендинг, связи с общественностью). Предполагается, что эти инвестиции в будущем приведут к формированию денежных потоков. Они, как правило, осуществляются банками, но только в случае, если банк считает экономическое обоснование убедительным и банк не имеет внутренних проблем, препятствующих кредитованию. Это важно, потому что за последние два года многие поняли, что можно иметь замечательный проект, обещающий хорошие денежные потоки, и все же не получить финансирования.

2. Существует также потребность в финансировании операционных расходов (оплата заработной платы, сырья и текущих затрат) повседневной деятельности бизнеса. Проблема здесь в том, что отток денежных средств (на расходы) происходит до поступления денежных потоков (от доходов), так что предприятиям приходится занимать средства для покрытия расходов, а потом погашать эти операционные кредиты из доходов. Затем проблема возникает вновь в следующем периоде: они занимают и опять возвращают заемные средства. Другими словами, они постоянно должны финансировать и рефинансировать свои операции. Многие предприятия обанкротились, так как банки не хотели рефинансировать (часто успешные) бизнес-проекты.

Мэтьюз Робин — президент Международной Лиги стратегического управления, оценки и учета, профессор бизнес-школы Кингстонского университета (Великобритания).

Приход денежных средств (доходы) за вычетом денежных средств на эксплуатационные затраты и расходы на выплату процентов по задолженности и налогов называется прибылью. Я предпочитаю называть это ожидаемым чистым потоком наличности⁴. Чистый поток наличности может быть использован на погашение долгов и выплату дивидендов или сохранен для финансирования дальнейших инвестиций. Некоторые предприятия обанкротились, даже если они были прибыльными, проблема заключалась в том, что их поставщики или их клиенты не смогли рефинансировать свои эксплуатационные расходы и, следовательно, были не в состоянии оплатить по счетам. Ситуацию иллюстрирует *рис. 1* [1].

Изображенный на *рис. 1* бизнес-проект начинается с первоначальных инвестиций, обозначенных красным кругом. Обычно хотя бы часть инвестиций осуществляется за счет заемных средств. Кроме того, существуют эксплуатационные расходы, как правило, возникающие до получения выручки от реализации. Также фирма несет такие расходы, как на оборотный капитал и т.д.

Отношения с банками иллюстрирует *рис. 2*. Банки кредитуют бизнес, если они удовлетворены тем, что достаточное количество чистых денежных потоков будет создано для покрытия платежей по процентам и долгов, а также для погашения основного кредита. Обычно инвестиции фирм являются долгосрочными, и они берут краткосрочные кредиты в банках, надеясь, что банки рефинансируют заем с течением времени.

Если мы посмотрим баланс фирмы, то увидим, что ее активы (ее материальный капитал и акционерный капитал) сбалансированы с ее обязательствами (долг банку). Если мы посмотрим балансовый отчет банка, то увидим,

Рисунок 1

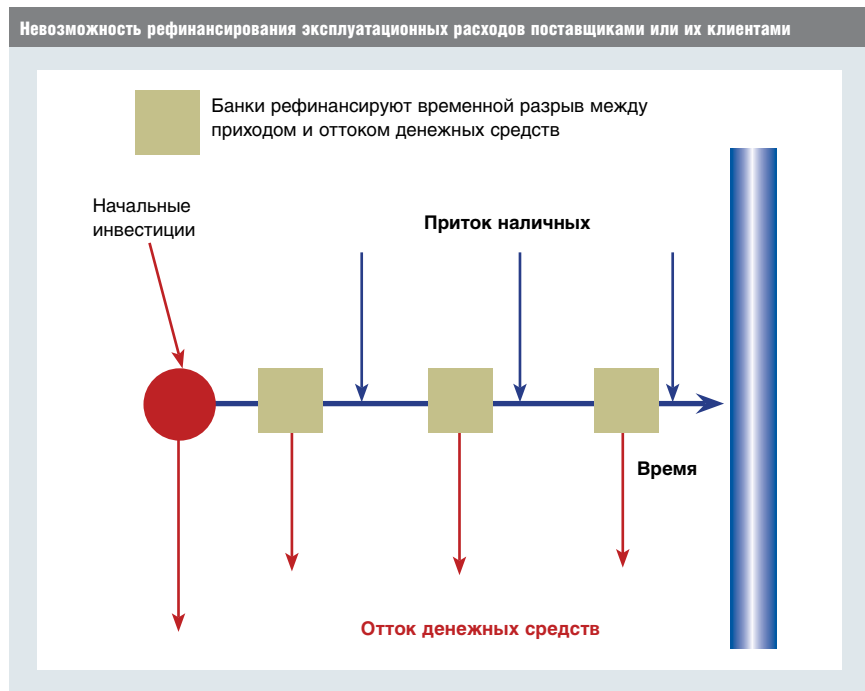
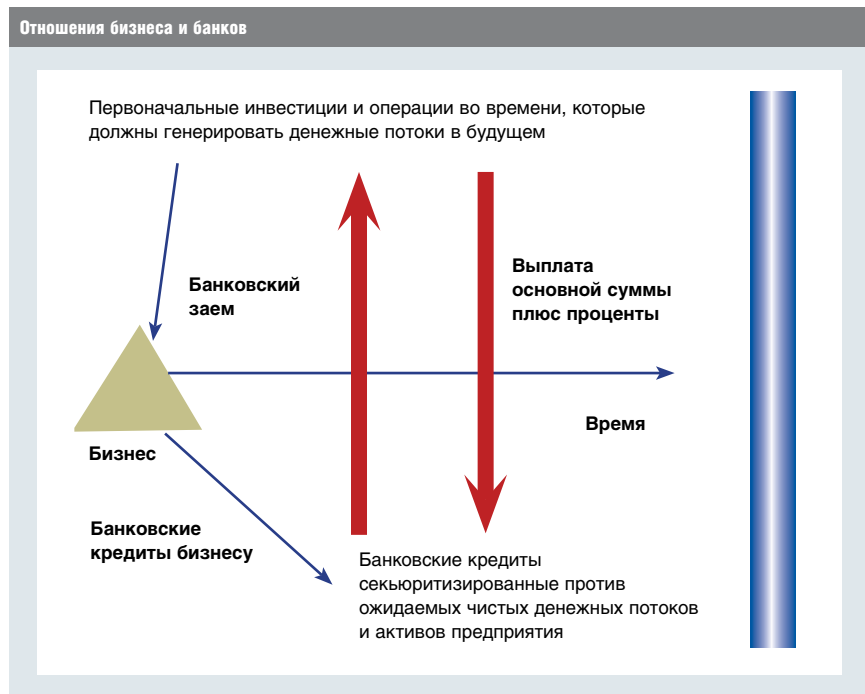


Рисунок 2



что его активы (в том числе кредиты предприятиям на такие проекты, которые мы здесь описываем) сбалансированы с его обязательствами, которые включают депозиты клиентов (и акционерный капитал банка).

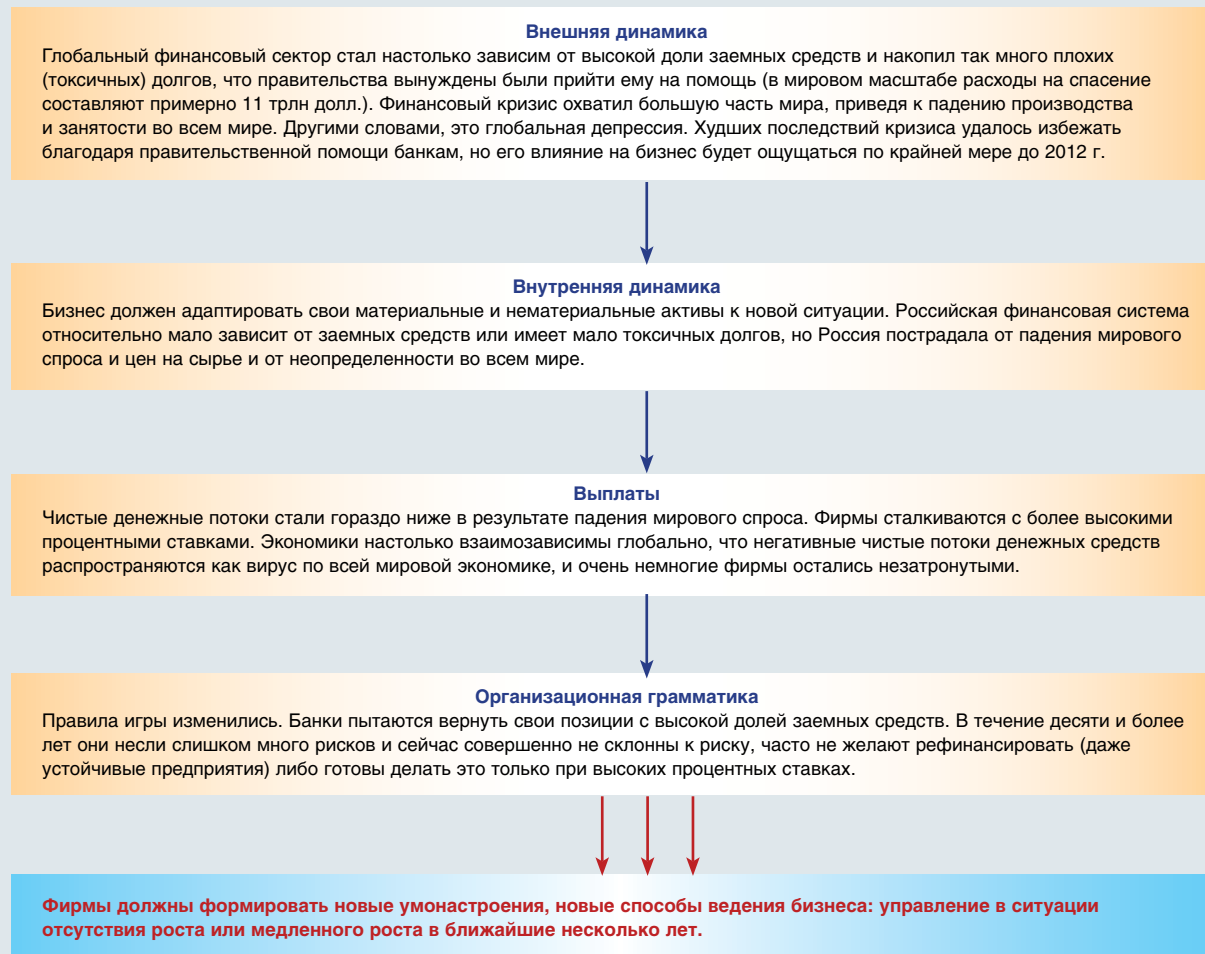
Финансовый кризис

Экономический кризис в контексте метамодели иллюстрирует *рис. 3*.

Внутренняя динамика: бизнес должен адаптировать свои

Рисунок 3

Экономический кризис в контексте метамодели



материальные и нематериальные активы к новой ситуации. Российская финансовая система относительно мало зависит от заемных средств или имеет мало токсичных долгов, но Россия пострадала от падения мирового спроса и цен на сырье.

Теперь мы можем продемонстрировать, как возник финансовый кризис, рассматривая то, как фирмы и банки финансируют и рефинансируют долг. Мы также покажем, почему капитализм по своей сути одновременно динамичен и нестабилен. Мы имеем дело с быстрой динамикой. Капитализм процветает на инвестициях и инновациях. Это было бы невозможно без финансового секто-

ра. Капитализм процветает также благодаря конкуренции. Конкуренция имеет как положительные, так и отрицательные стороны. О ее достоинствах говорят достаточно часто, о недостатках очень редко. Иногда бизнес становится слишком конкурентным для собственного же блага. Это также относится и к банкам.

Три способа, которыми долг может быть профинансирован, представлены на рис. 4.

Следует понимать, что компании не берут в долг денег, если они не ожидают, что чистые денежные потоки будут положительными. Конечно, банки не будут кредитовать проект, если они не ожидают

положительного чистого денежного потока. Критически важно помнить, что все зависит от ожиданий. Ни предприятия, ни банки не могут знать будущего. Всегда существуют риск и неопределенность. Любой вид финансирования может основываться на предположениях, которые в свою очередь могут оказаться ошибочными.

Неопределенность и нестабильность

Мы начали с двух замечаний о капитализме. Он продуктивен, поскольку стимулирует инвестиции и конкуренцию. Фирмы конкурируют, чтобы получить конкурентное преимущество, и делают они это путем разработки новых про-

Рисунок 4

Три способа, которыми может быть профинансирован долг

Превентивное финансирование

При превентивном финансировании предполагается, что денежные потоки будут положительными в каждом периоде в том смысле, что все операционные расходы (включая проценты по долгам, налоги и другие расходы) покрываются плюс оплачиваются непогашенные кредиты. Превентивное финансирование фактически уменьшает задолженность в каждом периоде.

Спекулятивное финансирование

При спекулятивном финансировании ожидается, что чистые потоки денежных средств будут положительными. Однако они, как предполагается, будут достаточно высокими, чтобы покрыть текущие расходы, включая проценты и налоги и т.д., в каждом периоде, но на ранних стадиях их недостаточно для погашения основного долга по кредитам. В более поздние периоды, однако, предполагается, что это вряд ли будет так. Рынки, как и доходы, формируются в течение долгого времени, поэтому предполагается, что в конце срока кредит будет полностью погашен.

Финансирование по схеме Понци

В финансировании по Понци даже не предполагается, что чистые денежные потоки будут положительными. Вместо этого заемщик и банк ожидают, что основные активы, созданные за счет инвестиций, вырастут в цене, что и позволит погасить кредит. Так было и в случае с низкокачественными ипотечными кредитами. Банки часто приобретали финансовые активы (например, CDO — облигации, обеспеченные долговыми обязательствами, CPC), полагаясь на рост этих активов в цене. Поглощения и IPO часто осуществлялись с опорой на стоимость активов, приобретенных в надежде на их рост. Тут нетрудно привести ряд примеров как из мировой практики, так и из российской.

дуктов, новых технологий, новых структур, в общем, развивая новые методы ведения дел. Одной из проблем капитализма является то, что он приводит к созданию могущественных монополий, которые эксплуатируют потребителя и государство, если этот процесс не регулируется.

Проблема, на которой мы здесь остановимся, — неопределенность. Будущее не может быть из-

вестно заранее, и люди, как правило, принимают самое недавнее прошлое как руководство к действию в будущем. В фазе экономического подъема капитализма производительность и занятость растут. Существует положительный рост цен на активы. Люди впадают в эйфорию и считают, что рост может продолжаться вечно. Фирмы, банки и люди начинают вовлекаться в финансирование по схеме Понци, которое работает

до тех пор, пока рост продолжается. Но финансирование по Понци становится катастрофическим, когда период роста естественным образом подходит к концу. Цены на активы, в которые я включаю активы фирм, домашних хозяйств (имущество) и финансовые активы, становятся завышенными, и пузырь лопается.

Экономики стран мира взаимозависимы, и те, кто не вовле-

Чарльз Понци (1882–1949) был мошенником. Он также известен как Чарльз Поней, Чарльз П. Бьянки, Карл и Карло. Схема Понци — это афера, по которой доходы ранних инвесторов выплачиваются из инвестиций более поздних инвесторов. Понци обещал 50% прибыли в течение 45 дней, или 100% прибыли в течение 90 дней. Схемы Понци широко распространены в периоды раздувания пузырей активов и не являются незаконными в том смысле, в каком их описывает Мински. Из-за отсутствия регулирования схемы Понци в используемом здесь смысле были на самом деле очень распространены. Они осуществлялись при том условии, что цены на активы будут расти. Ипотечные кредиты класса NINJA (no income, no job, no assets) служат тому примером.





чен в финансирование Понци, страдают вместе с теми, кто вовлечен. Некоторые финансовые учреждения являются настолько большими и настолько свя-

вить творческое воображение? Это уже другая история. Описанная здесь методология — лишь начало.

30

ПЭС 11152/17.10.2011

Всегда существуют риск и неопределенность. Любой вид финансирования может основываться на предположениях, которые в свою очередь могут оказаться ошибочными.

заны с другими предприятиями и другими финансовыми учреждениями, что они становятся слишком большими, чтобы обанкротиться, и правительства считают, что они должны их спасти, чтобы предотвратить большую депрессию. Это история двух последних лет. Имели место крупномасштабные национализации, крупнее в финансовом смысле, чем когда-либо ранее, в любой стране, включая страны бывшего СССР. Налогоплательщики взяли на себя бремя в 11 трлн долл.

Итак, как же мы решаем проблему неопределенности? Во-первых, помня, что она предлагает возможности. Во-вторых, думая реалистично о стратегии и включая финансирование в расчеты. На самом деле это не так сложно. Положение дел иллюстрируют рис. 1 и 2. Даже малый бизнес имеет много проектов, осуществляемых в одно и то же время и на разных этапах развития в направлении их завершения. Но картина, представленная на этих рисунках, одинакова для всех.

Часто, как это имеет место в нынешней ситуации, проблемы возникают во внешней динамике. Но решения нередко лежат в грамматике бизнеса. Они направлены внутрь, а образ мышления менеджеров часто слишком стандартный. Никакая аналитика в мире не может заменить бизнес-воображение, творческое мышление. Как можно раз-

Примечания

1. Хайман Мински (Hyman P. Minsky) — американский экономист, представитель монетарного посткейнсианства, автор гипотезы финансовой нестабильности.

2. Некоторые инвестиции финансируются исключительно за счет собственных средств. Но бизнес без инструментов овердрафта — редкость. Строго говоря, держателями долговых обязательств бизнеса являются кредиторы, а не владельцы. Владельцы являются акционерами. Однако кредиторы имеют право первого требования на чистые денежные потоки бизнеса, и если выплата процентов по долговым обязательствам не произведена или условия погашения не выполнены, то бизнес обречен на банкротство.

3. Единственным исключением из этого утверждения являются предприятия, которые финансируются исключительно из средств владельцев и не имеют долгов: это фирмы с собственным капиталом. Но таких очень мало.

4. Чистые потоки денежных средств (денежные поступления) минус затраты на рабочую силу и сырье плюс прочие операционные расходы, а также новые инвестиционные затраты плюс налоги, плюс выплаты процентов, плюс амортизация (амортизационные отчисления добавляются, потому что амортизация не является затратой на личных средств).

Литература

1. Minsky H. *Stabilising an unstable economy*, McGraw Hill London, 2008.