

8.4. ФИНАНСОВЫЕ ИСТОЧНИКИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТРАТЕГИИ ПРЕДПРИЯТИЯ: АНАЛИЗ И МОДЕЛИРОВАНИЕ

Никонова А.А., к.э.н., старший научный сотрудник

Учреждение Российской Академии наук, Центральный экономико-математический институт РАН

В статье исследованы особенности российской модели финансового обеспечения инвестиций. Анализ и прогноз потенциальных источников инвестиций составляет содержание одного из этапов формирования инвестиционной стратегии, на котором нужно реалистично оценить перспективы, внутренние и внешние ограничения и резервы финансового обеспечения инвестиционной деятельности. Статья отвечает на вопрос: на что может рассчитывать российское предприятие с точки зрения полноты финансовой обеспеченности инвестиций и условий финансирования из различных источников.

ПОСТАНОВКА ЗАДАЧИ И ЦЕЛЬ ИССЛЕДОВАНИЯ

Инвестиционная стратегия предприятия рассматривается как одна из ведущих его частных (функциональных) стратегий, направленных на воспроизводство основных средств и новое строительство; приобретение машин, оборудования, транспортных средств; расширение, реконструкцию и модернизацию объектов и другие подобные мероприятия, которые приводят к увеличению их первоначальной стоимости. С этой целью требуются вложения в основной капитал, которые представляют собой совокупность затрат, соответствующих по структуре и объемам финансируемым проектам.

В механизмах формирования конкурентоспособной стратегии высокотехнологичного производства, разработка которых поддержана Российским гуманитарным научным фондом (проект №08-02-00126а), моделирование инвестиционного спроса и финансовых источников инвестиций выполняется с целью определения магистральных направлений инвестиционной деятельности предприятия и объективной оценки финансового потенциала долгосрочных вложений, которые составляют содержание его инвестиционной стратегии.

Высокотехнологичный сектор отличается повышенной наукоемкостью производственных затрат и дополнительными расходами на замену оборудования и технологий. Уровень технологичности предприятия определяется показателем наукоемкости производства (чаще всего, удельные расходы на научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки (НИОКР), и, реже, доля занятых в НИОКР). Высокая значимость объемов и качества инвестиций для развития высокотехнологичного производства обусловлена:

- во-первых, их непосредственным участием в процессах воспроизводства и технического перевооружения;
- во-вторых, стимулирующим эффектом в инновационном развитии и росте производительности за счет введения новейших технологий.

Превосходство высокотехнологичных производств характеризуется повышенной долей добавочной стоимости на единицу затрат и широким применением новшеств, интенсивным обновлением способов производства и организации, то есть инновационной активностью, что составляет содержание их потенциальных преимуществ, но при этом сопровождается существенными расходами с высокими рисками и отложенным экономическим эф-

фектом. Значительный масштаб вложений с повышенными рисками требует тщательного обоснования инвестиционной стратегии: направлений долгосрочных вложений и источников их финансирования.

Особенности современной российской экономики: незавершенность ее трансформации, структурные диспропорции, несовершенство институциональной среды – накладываются на серьезные ограничения в развитии реального сектора:

- отсталость материально-технической базы;
- критическое устаревание фондов;
- неэффективность использования ресурсов.

Так, в 2009 г., по данным Федеральной службы государственной статистики, износ фондов составил:

- в экономике – 45,3%;
- в обрабатывающем секторе – 45,6%, причем:
 - полностью изношено 13,1% фондов,
 - полный износ машин и оборудования в экономике составил 20,9%, в обрабатывающем секторе – 17,8%;
 - при этом 14% фондов – в возрасте 15-20 лет и столько же – в возрасте 20-30 лет; 4% фондов – в возрасте более 30 лет;
- средний срок службы фондов в высокотехнологичном секторе промышленности составляет от 13 лет (в химической промышленности) до 23 лет (в производстве транспортных средств), а их ввод в 2008 г. в экономике не превысил 4,4%, в обрабатывающем секторе – 7%;
- 65% фондов выбывает по причине физического износа и только 13% – из-за низкой эффективности.

По производительности труда Российская Федерация отстает в 3-10 раз, по энергоэффективности разрыв со странами со сходными природно-географическими условиями составляет 1,5-2,5 раза [22, с. 24]. Эти обстоятельства препятствуют росту отдачи и конкурентоспособности производства и предъявляют специфические требования к долгосрочным вложениям в новейшие берегающие технологии и эффективное оборудование и к соответствующему финансовому обеспечению инвестиционной стратегии преобразования производства на самой современной основе.

Для того чтобы не допустить деиндустриализации страны, модернизация и технологическое обновление производства с учетом износа фондов, по оценкам «Эксперт РА», требует на период до 2020 г. 112 трлн. руб., и 73% этих средств государство рассчитывает получить из внебюджетных источников [47, с. 124]. Причем в этой сумме не учтены потребности малого и среднего бизнеса, сферы услуг, включая ИТ и ряд крупнейших технологических проектов, что требует радикального наращивания доли инвестиций в валовом внутреннем продукте (ВВП) с 19-22% до 29-34% [47, с. 127]. Однако структурные диспропорции экономики и перекосы системы перераспределения доходов сдерживают финансирование прорывных технологий, а неблагоприятный инвестиционный климат, институциональные проблемы, неразвитость финансовых и фондовых рынков затрудняют привлечение длинных денег для реализации масштабных проектов¹.

¹ К примеру, в 1-м полугодии 2010 г. план финансирования федеральных целевых программ выполнен на 30,8% [47, с. 4]. При этом по данным IMF, по объему рынка капитала РФ опережает страны БРИК (Бразилия, Китай, Индия, РФ) и ряд других крупных развивающихся стран. С другой стороны значительный отток капитала в РФ – один из наиболее тяжелых результатов финансового кризиса и опасных факторов, ограничивающих инвестирование: по данным Росстата, в 2008 г. чистый отток составил 132,8 млрд. долл.; в 2009 г. – 52,4 млрд. долл.

В связи с этим в контексте выбора общей концепции стратегии развития предприятия важно определить реальные возможности, перспективы и ограничения инвестиций, исследовать условия и факторы вложений в инновации: в новые продукты, новые способы производства, организационно-экономические механизмы. Цель анализа:

- во-первых, сформировать представление о потенциале финансовых источников вложений в РФ, в том числе о возможностях современного финансово-кредитного рынка и государственной поддержки, в частности, финансирования модернизации и инноваций;
- во-вторых, определить финансовые проблемы и препятствия инвестиционной деятельности предприятий и перспективы изменения ситуации на макро- и мезоуровне, для того чтобы в зависимости от этого формировать концепцию развития предприятия и его инвестиционную стратегию, в которой направления инвестиций и их финансовые источники должны быть согласованы между собой.

В стратегическом управлении инвестиционная, инновационная и финансовая стратегии тесно взаимосвязаны и взаимообусловлены как потребностями и возможностями развития социально-экономической системы, так и отдельного ее элемента – исследуемого экономического объекта (предприятия, производственного комплекса).

МОДЕЛЬ СТРАТЕГИЧЕСКОГО ПРОЦЕССА: ИНВЕСТИЦИОННЫЙ АСПЕКТ

Стратегический процесс предполагает две основные стадии построения стратегии (рис. 1).

1. Формирование общей концепции перспективного роста и развития предприятия, в основе которого – два этапа:
 - стратегический анализ внешней и внутренней среды;

- идентификация сложившейся ситуации и потенциала развития на макро- и микроуровне.
2. Построение общей стратегии развития предприятия как комплекса частных стратегий:
 - выбор стратегических решений и взаимоувязка их параметров в каждой конкретной предметной области производственно-хозяйственной деятельности предприятия;
 - разработка и согласование между собой частных, функциональных стратегий.

На первой стадии определяются основные контуры, перспективные направления инвестиционной деятельности предприятия в рамках его будущей инвестиционной стратегии, без детализации ее содержания. Выбор стратегических решений в общей концепции стратегии не конкретизирован до уровня инвестиционных проектов со всей их атрибутикой – сроков, объемов, показателей эффективности, и, прежде всего, важно сформировать общую концепцию прогрессивного развития предприятия, исходя из его технико-технологических, организационных, финансовых, ресурсных возможностей и компетенций, включая преимущества, по сравнению с конкурентами.

Кроме исследования внутреннего потенциала, выбор стратегии предполагает оценить потенциал внешней ситуации (макроекономические системы обеспечить финансирование инвестиций) и соотнести потенциальные источники с планируемыми объектами инвестиций, которые могут быть профинансированы из того или иного источника. С этой целью выполняется анализ видов, структуры, условий привлечения долгосрочных средств и делается прогноз тенденций их изменения на основе факторов, определяющих как государственное участие в инвестиционных процессах, так и динамику финансово-кредитных рынков.

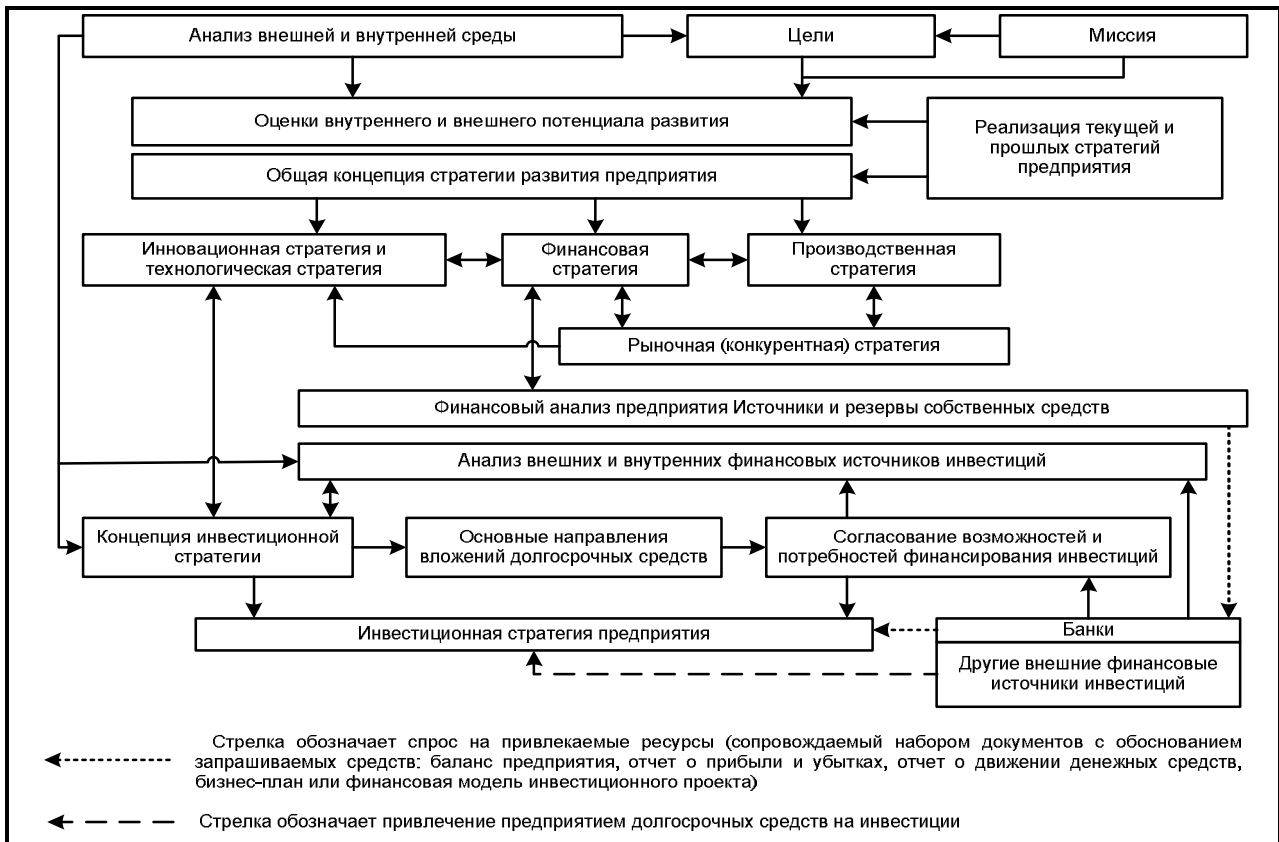


Рис. 1. Общая схема формирования инвестиционной стратегии предприятия

Структура и качество прогнозируемых источников во многом обуславливают выбор инвестиционных решений и формирование инвестиционных проектов, которые на заключительном этапе построения стратегии составят содержание инвестиционной стратегии. Должно быть достаточное соответствие направлений (объектов) инвестирования и видов их финансового обеспечения, поэтому анализ структуры источников представляется важной задачей обоснования стратегии предприятия – как на стадии разработки ее общей концепции, так и на стадии выбора частных долгосрочных решений.

Экономико-математический аппарат, разработанный для оценки инвестиционных проектов в нестационарной экономике, позволяет в рамках каждого рассматриваемого сценария определить необходимые размеры финансирования [15, 16], но для этого требуется знать конкретные параметры проекта, сроки и условия реализации, что по объективным причинам затруднительно на стадии концептуального планирования развития экономического объекта. На начальной стадии стратегического процесса традиционные методы принятия решений об инвестициях не совсем пригодны, поскольку при выборе концепции стратегии отсутствуют цели с их переменными атрибутами – конкретностью и измеримостью, а значит, нет сложившихся вариантов инвестирования и соответствующих им финансовых источников. Цели, направления и финансовые источники инвестиционной деятельности определяются в итеративном согласовании всех компонент стратегии. На первой стадии стратегического процесса концепция инвестиционной стратегии формируется как желательные и возможные направления инвестиционной деятельности предприятия с учетом вариаций действий ключевых игроков. На этой стадии выявляются стратегические возможности, компетенции и перспективы развития, решаются задачи выбора магистрального пути движения и оценки ресурсного обеспечения, а также – идентификации условий и факторов, облегчающих и (или) преграждающих путь. Стратегическая неопределенность в механизме стратегического управления существенно снижает качество прогноза и требует применения специальных способов исследования и оценки, позволяющих предугадать направленность и силу влияния быстро изменяющейся среды. На заключительной стадии стратегического процесса, когда внутренние потенциальные ресурсы и все возможности привлечения финансовых средств оценены, применяется весь арсенал средств, разработанных для оценки результатов инвестирования в нестационарных условиях [15, 16, 29].

Оптимизация управления денежными потоками с целью мобилизации всех потенциальных ресурсов составляет важную задачу финансовой стратегии предприятия, которая таким образом связана как с частной инвестиционной стратегией, так и с общей концепцией развития предприятия, определяющей цели, направления, принципы распределения средств. Для построения сбалансированной инвестиционной стратегии требуется согласовать объекты инвестирования и финансовое обеспечение инвестиционного процесса, что непосредственно связано с выбором рациональной структуры источников инвестиций.

Таким образом, построение инвестиционной стратегии представляет собой многоэтапный стратегический процесс итеративного выбора ключевых направлений инвестиционной деятельности предприятия, исходя из

его компетенций и потенциала ситуации с учетом тенденций их изменения и внешних воздействий, в частности, определяющих инвестиционный климат (рис. 1). Общая концепция стратегии предприятия выступает в качестве рамочных условий выбора частных стратегических решений. При этом тип стратегии (инновационный рост, развитие или, напротив, поддерживающий темп воспроизводства) существенно обуславливает объем и качество вложений и, соответственно, объем и структуру финансовых источников.

СТРУКТУРА ФИНАНСОВЫХ ИСТОЧНИКОВ ИНВЕСТИЦИЙ ПРЕДПРИЯТИЯ

Структуризация внешних и внутренних финансовых источников капитальных вложений в модели инвестиционной стратегии обусловлена целями исследования и наличием данных для экспериментальных расчетов.

В соответствии с действующим законодательством [6], внешние (привлеченные) источники финансирования инвестиций включают:

- заемный капитал: российские и иностранные банковские кредиты, в том числе, стратегические (прямые²); государственные кредиты (как правило, для целевых программ); кредиты правительств иностранных государств и международных организаций; долговые ценные бумаги;
- венчурный, в том числе, частный капитал (бизнес-ангелы);
- акционерный капитал (долевое финансирование) – государственный и частный (в том числе, привлекаемый путем выпуска акций или облигаций): инвестиции российских и международных фондов; портфельные иностранные инвестиции;
- прямое финансирование, субсидии (как правило, целевых программ) за счет всех видов бюджетов.

Внутренние источники финансирования предприятия формируются из нераспределенной прибыли, амортизации, выручки от продажи активов (рис. 2). Их связь с финансовой стратегией определяется результатами реализации текущей и прошлых стратегий.

Часть производственных факторов взаимозаменяема, однако финансовые ресурсы – один из наиболее трудно заменяемых факторов, что повышает их важность в стратегии.

В настоящее время инвестиционная деятельность предприятий реального сектора российской экономики ориентирована, главным образом, на внутренние источники вложений в основной капитал: по данным Росстата, на инвестиции 84% организаций использовали собственные средства в 2009 г., (86% – в 2008 г.; 82% – в 2000 г.), а в добывающей промышленности – от 90% до 97%; 33% организаций использовали заемные средства в 2009 г. (45% – в 2008 г.; 14% – в 2000 г.), в металлургии и в добывающей промышленности – 55% и 52% соответственно; 4% организаций использовали бюджетные средства в 2009 г. (3% – в 2008 г.; 11% – в 2000 г.), в производстве электроэнергии, газа и воды –

² «Прямая иностранная инвестиция – приобретение иностранным инвестором не менее 10% доли, долей (вклада) в уставном (складочном) капитале коммерческой организации, созданной или вновь создаваемой на территории РФ в форме хозяйственного товарищества или общества ...; вложение капитала в основные фонды филиала иностранного юридического лица, создаваемого на территории РФ; осуществление на территории РФ иностранным инвестором как арендодателем финансовой аренды (лизинга) оборудования ... таможенной стоимостью не менее 1 млн. руб.» [7, ст. 2].

15%. На условиях финансового лизинга заменили оборудование 17% организаций в 2009 г. (24% – в 2008 г.).

Таблица 1

СТРУКТУРА ИНВЕСТИЦИЙ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ В РФ ПО ОСНОВНЫМ ИСТОЧНИКАМ ФИНАНСИРОВАНИЯ (источники: Росстат [40; 41])

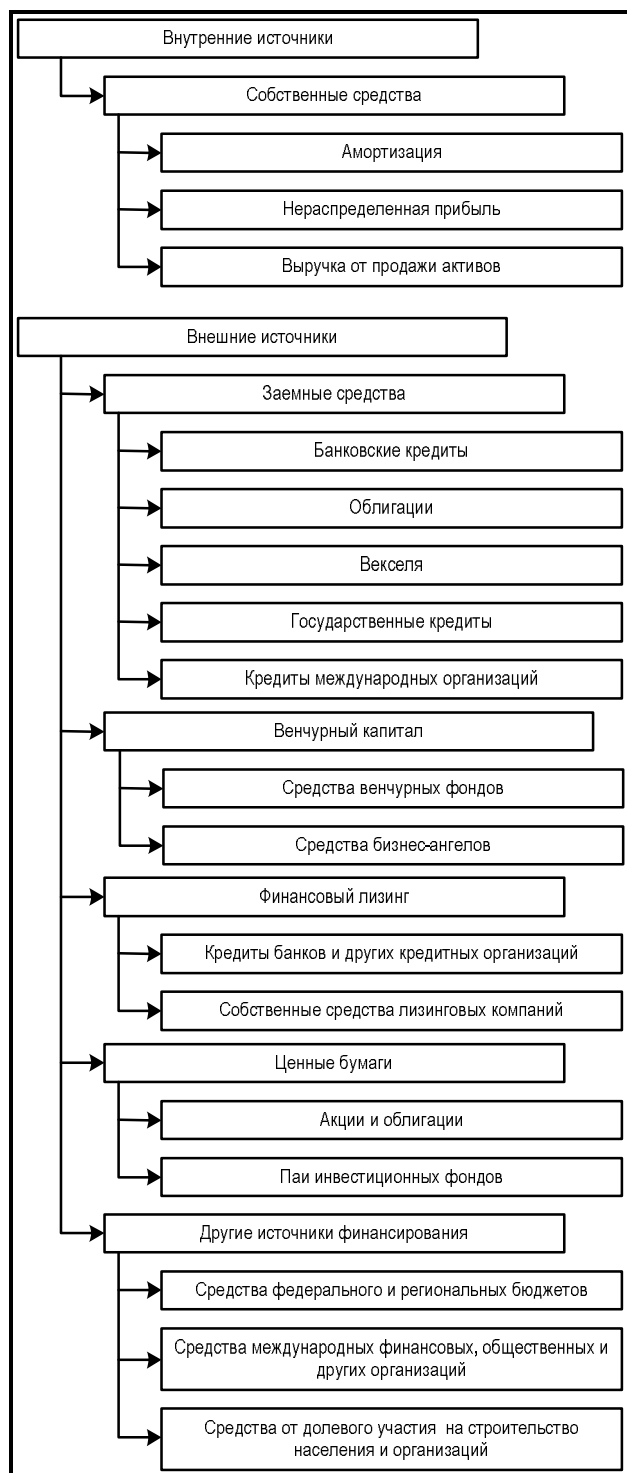


Рис. 2. Структура финансовых источников инвестиций в российской экономике

Улучшение структуры финансовых источников связано с постепенным ростом удельного веса банковского кредитования, однако в 2009 г. его доля в инвестициях в реальный сектор не превысила 7%. В 1-м полугодии 2010 г. его доля в инвестициях в экономику в целом снизилась до 9,2% (12% в 1-м полугодии 2009 г.) (табл. 1).

Показатель	1995	2000	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	1-е полу- годие 2010
Инвестиции в основной капитал	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Собственные средства, из них ³	49,0	47,5	45,0	45,2	45,4	44,5	42,1	40,4	39,5	37,1	44,9
Нераспределенная прибыль	20,9	23,4	19,1	17,8	19,2	20,3	19,9	19,4	18,5	16,0	16,3
Амортизация	22,6	18,1	21,9	24,2	22,8	20,9	19,2	17,6	17,3	18,2	24,5
Привлеченные средства, из них:	51,0	52,5	55,0	54,8	54,6	55,5	57,9	59,6	60,5	62,9	55,1
Кредиты банков, в том числе:	...	2,9	5,9	6,4	7,9	8,1	9,5	10,4	11,8	10,3	9,2
Кредиты иностранных банков	...	0,6	0,9	1,2	1,1	1,0	1,6	1,7	3,0	3,2	2,8
Другие заемные средства	...	7,2	6,5	6,8	7,3	5,9	6,0	7,1	6,2	7,4	6,6
Бюджетные средства, в т.ч.:	21,8 ⁴	22,0	19,9	19,6	17,8	20,4	20,2	21,5	20,9	21,8	15,5
Федерального бюджета	10,1	6,0	6,1	6,7	5,3	7,0	7,0	8,3	8,0	11,3	7,6
Бюджетов субъектов РФ	10,3 ⁵	14,3	12,2	12,1	11,6	12,3	11,7	11,7	11,3	9,1	7,1
Средства внебюджетных фондов	11,5	4,8	2,4	0,9	0,8	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,4
Прочие, в том числе:	...	15,6	20,3	21,1	20,8	20,6	21,7	20,1	21,2	23,1	23,4
Средства вышестоящих организаций	...	...	11,6	13,0	12,7	10,6	12,5	11,3	13,8	16,2	16,9
Средства от участия в долевом строительстве	...	...	4,0	3,3	3,8	3,8	3,8	3,7	3,5	2,6	2,2
В т.ч. средства населения	...	...	...	...	...	...	1,3	1,5	1,9	1,3	1,1
Выпуск корпоративных облигаций	...	...	0,1	0,2	0,2	0,3	0,04	0,1	0,1	0,1	0,04
Средства от эмиссии акций	...	0,5	0,3	0,3	0,2	3,1	2,3	1,8	0,8	1,0	1,7

³ С 2000 г. – без субъектов малого предпринимательства и параметров неформальной деятельности.

⁴ Включая средства бюджетного фонда государственной поддержки приоритетных отраслей экономики.

⁵ Включая средства местных бюджетов.

Сбалансированность инвестиционной стратегии существенно обусловлена соответствием финансового обеспечения инвестиционных процессов концепции развития предприятия, то есть стратегические направления инвестирования должны быть согласованы с размерами и качественной структурой финансовых источников. В связи с этим нужен прогноз источников долгосрочных средств, от реалистичности которого зависит финансово-экономическая устойчивость и конкурентоспособность предприятия в перспективе. Поэтому изучение финансовых возможностей экономики составляет важнейшую часть аналитической работы при построении инвестиционной стратегии предприятия. Используемый набор способов оценки финансовых источников включает обследования, эмпирический анализ и прогноз, эконометрические и экспертные методы.

МОДЕЛИРОВАНИЕ ИСТОЧНИКОВ ИНВЕСТИЦИЙ: АНАЛИЗ И ОЦЕНКА

О методах анализа и прогноза в модели финансовых источников

С целью исследования состояния и тенденций развития финансовых рынков, обуславливающих объем и динамику долгосрочной ликвидности экономики, а также для оценки внутреннего потенциала инвестиционной деятельности – источников инвестиций за счет собственных средств как результата хозяйственной деятельности предприятия – используются различные методы анализа и прогноза: экспертные и формальные методы (рис. 3).

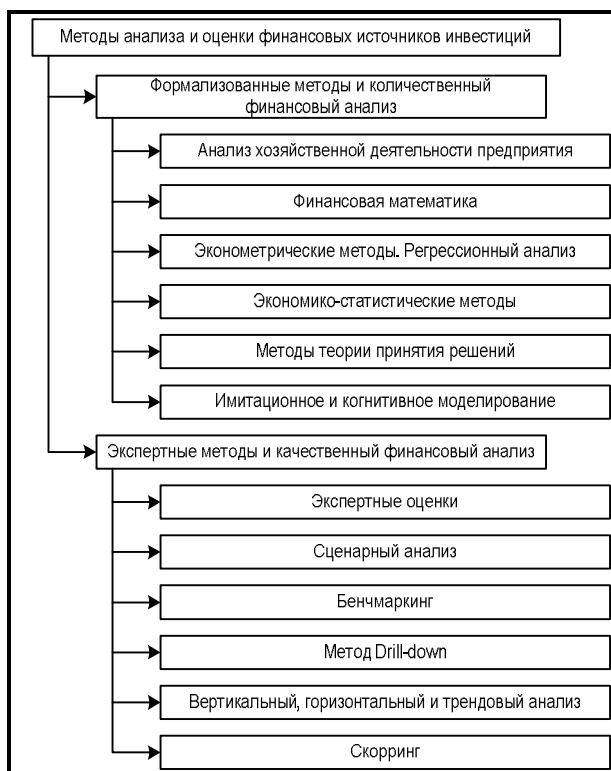


Рис. 3. Методы анализа и прогноза финансовых источников инвестиций

Финансовый анализ в модели формирования финансовых источников инвестиций предприятия предпола-

гает применение аналитических инструментов и методов к показателям финансовых документов с целью выявления существенных связей и характеристик, необходимых для принятия решений [10]. Цель финансового анализа – оценка прошлого и текущего финансового положения организации относительно условий и перспектив ее функционирования в будущем [23].

Методы количественного финансового анализа взаимосвязанной системы экономических показателей, характеризующих финансово-кредитные операции, коммерческие соглашения, результаты хозяйственной деятельности субъектов и др., составляют предмет финансовой математики; они наиболее систематизировано представлены в работе [43]. Такие методы используются:

- во-первых, для оценки финансовых результатов операций и доходов, в том числе в зависимости от различных параметров среды – условий и факторов влияния;
- во-вторых, для определения допустимых границ изменения этих параметров, в том числе барьерных показателей и точки безубыточности;
- в-третьих, для оценки стоимости привлечения долгосрочных средств, расходов по обслуживанию долга, а также для разработки планов выполнения финансовых операций, в том числе погашения долгосрочной задолженности по банковскому или лизинговому контракту.

При этом в таких финансовых расчетах временной фактор учтен в принципе изменения ценности денег в динамике.

В отличие от финансового анализа, анализ хозяйственной деятельности представляет учетный аспект оценки результативности работы хозяйствующего субъекта с применением балансовых методов финансовой отчетности:

- собственный капитал оценивается по балансовой стоимости, а заемный капитал – по финансовой отчетности;
- общий капитал приравнен к балансовым пассивам;
- в ожидаемых доходах не учитываются риски;
- денежный поток рассчитывается по операционной деятельности, без учета капитальных потоков, не как свободный денежный поток *FCF* в финансовом анализе, учитывающий инвестиционную деятельность;
- доход измеряется бухгалтерской, но не экономической прибылью *RI*, как в финансовом анализе.

Учетный подход, в отличие от финансового подхода, не учитывает возможности роста и нематериальные активы как потенциал развития предприятия. Экономико-статистические методы используются для расчета группы или отдельных показателей, описывающих деятельность предприятия по тому или иному признаку. Эконометрические методы и регрессионный анализ применяются для измерения и оценки связей и взаимовлияний и установления закономерностей изменения показателей, выделенных с помощью экономического анализа; при этом предполагается ряд гипотез о виде зависимости и (или) влиянии фактора или факторов, которые принимаются или отвергаются с той или иной вероятностью. Построенные регрессионные модели с разной степенью точности описывают сложные факторные зависимости. Имитационное моделирование строит упрощенный модельный образец реальной ситуации и предполагает проведение серии экспериментальных расчетов с использованием человеко-машинных процедур анализа и синтеза исследуемого объекта. Когнитивные модели предназначены для анализа и принятия решений в неопределенных ситуациях и построены на основе субъективных представлений экспертов в виде когнитивной карты – комплекса факторов и причинно-

следственных отношений между ними с определением характера (положительная или отрицательная) и силы связи. Экспертные оценки применяются для анализа и (или) прогноза экономических характеристик и их изменения в динамике – в случае, когда точные методы расчетов не применимы, но накоплен опыт и данные о поведении объекта анализа. Сценарный анализ используется для изучения альтернативных вариантов развития ситуации в различных условиях, а также последствий изменений динамической среды. Бенчмаркинг – это новая управленческая технология, позволяющая применять в практической деятельности организации набор методов, технологий и стандартов от лучших организаций-аналогов [38]. Метод drill-down (от общего к частному) предусматривает последовательное увеличение уровня подробности исследуемых данных с целью выявления причин отклонений или неудачных результатов. Горизонтальный, вертикальный и трендовый анализ выполняется на основании таблиц бухгалтерского баланса в целях анализа, соответственно: динамики одного показателя; сравнения нескольких показателей и исследования пропорций; изучения среднестатистического изменения и выявления тенденций. Скоринг (score – «счет») – это метод балльной оценки экономического объекта по нескольким признакам, которая определяется путем суммирования баллов, присвоенных экспертами или полученных по результатам статистического анализа; метод применяется:

- в практике кредитования малого бизнеса – некоторые банки определяют условия сделки, подсчитывая баллы, которые начисляются на основании целого ряда косвенных показателей, полученных в результате статистического анализа большого количества однотипных кредитных историй с учетом признаков, не напрямую характеризующих кредитоспособность заемщика [33, с. 89-90];
- в конкурсных механизмах государственного субсидирования предприятие оценивается суммой баллов, присвоенных с точки зрения соответствия приоритетам развития и др.

Методы и содержание финансового анализа достаточно подробно описаны в экономической литературе, к примеру [23, 24, 25, 27, 44, 45]. В результате анализа хозяйственной деятельности и финансового анализа определяется размер собственных средств, остающихся в распоряжении предприятия и используемых на инвестиции.

Предприятиям известны условия привлечения средств в текущем периоде, поэтому уже на предпроектной стадии разработки инвестиционной стратегии они с помощью различных методов решают задачу оценки потенциальных объемов и видов привлекаемых долгосрочных ресурсов, а также – с использованием результатов экспертного прогноза динамики рынка – стоимости привлечения длинных денег.

Общие принципы моделирования

Свойства модели финансовых источников и ее параметров обусловлены особенностями подхода к финансовому анализу деятельности предприятия в целях идентификации внутреннего потенциала инвестирования и возможности привлечения средств. На основе обобщения результатов и выводов, полученных рядом ведущих ученых в области корпоративных финансов и финансового анализа [12, 14, 21, 23, 24, 27, 32, 44], а также на основе авторских исследований сформулированы принципы сценарного моделирования привлечения финансовых источников инвестиций.

1. Анализ потенциальных возможностей и перспектив роста бизнеса и развития предприятия; учет текущих и прогноз будущих денежных потоков, а также доходов.
2. Анализ материальных и нематериальных долгосрочных активов, включая интеллектуальные активы, в особенности для анализа высокотехнологичных предприятий, и финансовые активы, в том числе ценные бумаги и корпоративные облигации.
3. Сбалансированность системы финансовых и нефинансовых показателей, включая гудвилл, имидж, историю, характеристики собственности, агентские отношения.
4. Использование качественных и количественных признаков в описании объектов анализа; применение формальных и неформальных способов представления информации.
5. Учет динамики, быстрой изменчивости среды функционирования предприятия; возможность изменения стратегических решений в зависимости от потенциала ситуации.
6. Многовариантный подход к сценариям финансового обеспечения вложений; сравнительный анализ альтернативных источников и условий привлечения средств.
7. Учет неопределенности как значимой характеристики экономической среды современной России; анализ рисков; представление о доходности как о плате за риск.
8. Использование принципа ограниченной обратимости инвестиционных решений в процедурах итеративного согласования инвестиционной стратегии предприятия⁶.
9. Представление об адаптивности и управленческой гибкости организации как о нематериальных активах; применение риск-анализа для активизации внутренних резервов.
10. Учет адаптационных издержек – затрат времени и денег на адаптацию к среде.
11. Расширение границ финансового анализа в связи с особой значимостью факторов, влияющих на размер привлекаемых, а также собственных ресурсов инвестиций.

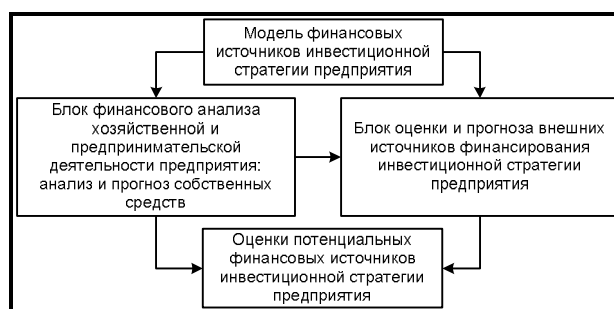


Рис. 4. Модель финансовых источников инвестиций российского предприятия

Предметом финансового анализа в модели финансовых источников (рис. 4) являются возможности привлечения заемных средств, внутренние резервы и по-

⁶ В итеративном процессе исследования различных сценариев и согласования параметров развития предприятия последствия принимаемых решений оказывают все большее влияние на условия принятия следующего решения и таким образом постепенно сужают область допустимых решений по мере приближения к конечному результату – формулированию функциональных стратегий. Степень свободы изменить решения, принятые на предыдущем шаге, с каждой итерацией уменьшается. На каждом следующем этапе стратегического процесса усиливается влияние принятых вариантов инвестирования, и пересмотр принятых решений становится все более ограничен решениями, полученными на предыдущей итерации. К примеру, после согласования параметров решений о структуре и размерах привлекаемых средств можно строить сценарии только в рамках каждого вида финансового источника инвестиций – выбирая конкретных кредиторов или венчурные компании с учетом условий заимствования. Мало шансов вернуться к предыдущим решениям, и почти невозможно нарушить соглашение о какой-либо сделке, если оно уже было принято, но при этом можно рассмотреть несколько сценариев привлечения собственных средств или вариантов других сделок.

тенциал предприятия, а также факторы, способствующие и препятствующие деловой и инвестиционной активности организации.

Блок 1 «Финансовый анализ предприятия»

В связи с тем, что при выдаче долгосрочной ссуды кредиторы оценивают способность ее возврата, финансовый анализ сфокусирован:

- на долгосрочной доходности заемщика, прогнозе денежных потоков;
- способности покрытия издержек, связанных с задолженностью;
- ликвидности активов, эффективности бизнеса; финансовой устойчивости.

Интересы потенциальных инвесторов состоят в получении наибольшего вознаграждения от роста прибыли, поэтому финансовый анализ направлен также на ключевые аспекты результативности и хозяйственной деятельности предприятия:

- рентабельность;
- структуру капитала;
- уровень капитализации.

В исследовании финансового состояния организации выполняется анализ ряда материальных и нематериальных внутренних факторов, воздействующих на возможности самофинансирования и привлечения долгосрочных средств:

- цели инвестирования;
- качество менеджмента;
- агентские конфликты;
- репутация и история предприятия, его рыночное позиционирование и др.

Группа входных параметров включает факторы, воздействующие на формирование финансовых ресурсов инвестиций на микроуровне и определяющие финансовое состояние организации.

Анализ финансового состояния предприятия с целью оценки ресурсной обеспеченности инвестиционной стратегии последовательно включает несколько этапов:

- оценка и прогноз объема продаж, выручки и издержек⁷;
- отчет о движении денежных средств от всех видов деятельности и прогноз будущих потоков с учетом внутренних резервов (от эффективного распределения активов и использования особых компетенций);
- анализ эффективности хозяйственной деятельности и кредитоспособности с применением, в частности, ряда показателей, которыми руководствуются кредиторы при заключении сделок;
- оценка устойчивости и анализ чувствительности к рискам и изменению условий деятельности;
- оценка нематериальных активов и способностей, связанных с инвестиционной привлекательностью организации (репутация – ценнейший капитал в глазах кредиторов), а также – с доступом к источникам (одна из ценнейших компетенций – хорошие отношения с властями);
- определение собственных средств, остающихся в распоряжении предприятия и используемых для долгосрочного инвестирования;
- оценка потребности во внешних источниках (экспертная оценка) с учетом вариантов изменения условий привлечения долгосрочных средств (различных сценариев инвестирования). В расчетах используются методы, предложенные в работах [21, 23, 25, 28, 31, 32, 45].

⁷ Важно учесть все виды издержек (и их рост), в том числе связанные с рисками инвестиционной деятельности, а также с дополнительными расходами на преодоление препятствий несовершенной общественной среды, которые будут рассмотрены ниже, на примере кейса.

Анализируются абсолютные и относительные показатели внутреннего потенциала, результативности и финансово-экономической состоятельности предприятия:

- темп роста выручки **EBT**;
- ликвидность;
- рентабельность – собственного капитала **ROE**, активов **ROA**, продаж по валовой прибыли, оборота по чистой прибыли;
- денежный поток на инвестиции;
- показатели оборачиваемости и эффективности использования ресурсов, операционный рычаг, левередж (leverage) и другие показатели (рис. 5).

Группа выходных параметров, наряду с объемными характеристиками собственных средств, остающихся в распоряжении организации и предполагаемых к использованию на инвестиции, включает минимальное число результативных показателей финансово-хозяйственной деятельности предприятия, которые обеспечивают полноту оценки объекта анализа. Большинство из них рассматривается в качестве критериев предоставления долгосрочных средств из внешних источников.

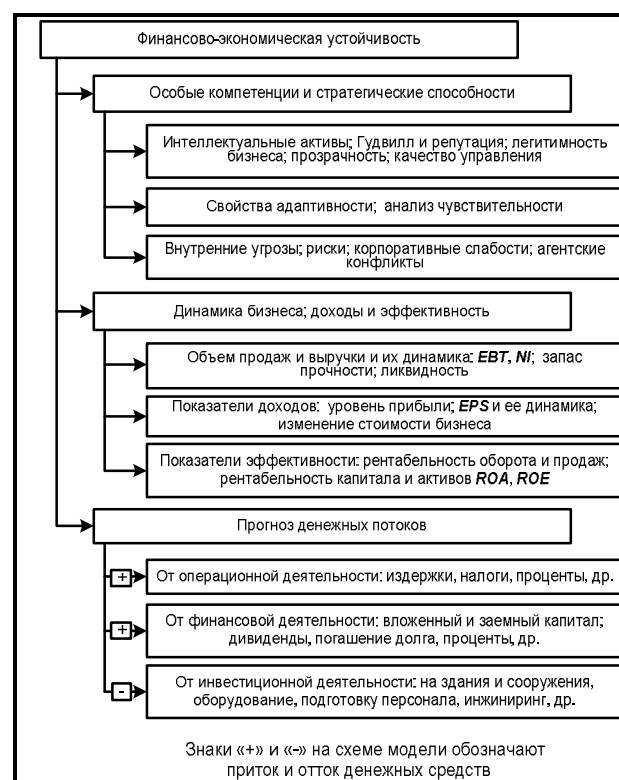


Рис. 5. Блок финансового анализа хозяйственной деятельности российского предприятия

Блок 2 «Оценка внешних источников инвестиций»

В блоке оценки внешних источников значения выходных параметров блока 1, а также параметры, определяющие условия привлечения средств, используются для получения прогнозных значений размеров перспективного финансирования организации. С этой целью используется арсенал формальных и неформальных методов анализа социально-экономических систем (см. рис. 3). Выходные параметры блока 2 – оценки объемов и структуры заемных средств и бюджетной поддержки инвестиционной стратегии пред-

приятия. Вместе с этим определяются оценки затрат на привлечение капитала из различных источников и общего размера средств для обслуживания долга.

Определение цены каждого финансового источника представляет собой особую задачу управления, связанную с решением двух важнейших проблем: обеспечение финансовой устойчивости предприятия и выбор оптимальной структуры капитала. В фискальной экономике с несовершенными рынками, с растущими трансакционными издержками и разницей в доступности заемных средств не выполняются предпосылки (следовательно, и выводы) модели М. Миллера и Ф. Модильяни (M. Miller, F. Modigliani) и возникают эффекты влияния структуры источников на цену капитала. Эти вопросы кратко, но предельно аргументированно и с разных позиций обсуждаются в [46]. В зависимости от изменения условий привлечения удешевляется один источник и удорожается другой. К примеру, в результате отнесения процентов за кредит на прибыль цена долгового финансирования, как правило, оказывается ниже стоимости многих других привлекаемых источников: лизинга или капитала от выпуска акций. Экономическая сущность дифференцированной цены привлекаемого для инвестиций капитала состоит в различии ожидаемых доходов (по принципу альтернативных вложений) и уровня рисков. Так, кредит представляется наименее рискованным видом финансового источника. В современной экономике прогрессивной тенденцией считается повышение удельного веса заемных средств как наиболее привлекательных и эффективных источников финансирования для предприятия, однако в силу ряда препятствий, рассмотренных ниже, этот вид в РФ используется ограниченном числом организаций.

Цена заемного капитала зависит от размера ставки за кредит и комиссии за оформление кредита и ведение банковского счета, а также от цены страховки залога (затраты на оценку залога, возможные штрафы и взятки в реальную стоимость кредита формально не включаются, но их размер, конечно, также должен быть учтен заемщиком). Помимо размеров указанных затрат используются данные о сроке и величине привлекаемых средств, на основе которых с применением специальных формул рассчитываются эффективные ставки – оценки затрат на каждый вид заемного капитала [25, 43]⁸. Оценки затрат на привлечение того или иного источника рассчитываются методом денежных потоков на основе принципа тождественности таких оценок доходам от использования соответствующего вида капитала (чаще всего это *IRR*). Есть упрощенные формулы, позволяющие выполнить такие расчеты на начальной стадии стратегического процесса, исследуя несколько сценариев инвестиционной стратегии, в том числе стратегии привлечения средств.

Оценивание происходит в два этапа:

- прогноз денежных потоков доходов с учетом всех поступлений и дополнительных расходов (на эмиссию, в случае выпуска облигаций; на комиссию, в случае банковского кредита, и др.);
- корректировка полученной оценки с учетом особенностей налогообложения (уменьшение на величину налоговых отчислений, отнесенных на себестоимость, в случае заемного капитала; др.).

⁸ В Интернете есть специальные опции для приближенного расчета эффективной ставки.

В блоке 2 выполняется оценка затрат на собственный капитал, привлекаемый за счет выпуска акций:

- привелигированных (с помощью формул ренты);
- обыкновенных (как наиболее рискованный способ привлечения средств, чаще всего, он наиболее дорогой и по причине большей неопределенности сложнее других видов поддается оценке⁹).

В целях повышения обоснованности оценок можно выполнить серию расчетов для нескольких вариантов условий и определить диапазон оценок; решение о выпуске акций принимается при условии определенной близости полученных значений расчетов.

Цена трех других видов собственного капитала определяется в блоке 1; это использование в инвестиционных целях средств:

- амортизации;
- нераспределенной прибыли;
- выручки за проданное оборудование.

Экономическая обоснованность затратного подхода к оценке собственных средств предприятия (его внутренних источников), предполагаемых для инвестиций, основана на представлении о различной доходности альтернативного использования этих средств. Изъятие средств в инвестиционных целях требует компенсации в форме ожидаемых будущих доходов от капитала в размере не ниже текущих. Для расчета цены собственного капитала в этих случаях применяются методы, подобные оценке привлекаемого капитала от выпуска обыкновенных акций.

В итоге в блоке 2 определяется средняя цена совокупного капитала как средняя арифметическая каждого источника – *WACC* (weighted average cost of capital). По экономическому смыслу *WACC* характеризует величину альтернативных издержек по привлечению капитала; на заключительной стадии разработки стратегии предприятия она применяется в качестве ставки дисконтирования по конкретным проектам. В работе [29] исследованы возможности и ограничения применения коэффициентов дисконтирования в российской нестационарной экономике, в частности, обосновано применение переменных ставок дисконта на каждом шаге непосредственно в притоках и оттоках денег.

Комплекс значений параметров, исследуемых в рамках анализа и оценки потенциальных источников инвестиций, предопределен условиями и возможностями получения средств из внешних источников. Общим принципом их предоставления является софинансирование вложений, при котором доля собственных средств составляет от 15% до 50%¹⁰; эта доля зависит от вида источника, типа предприятия, вида деятельности, целевого назначения инвестиции и др. Для кредитования и лизинга обязательен залог. Поэтому характеристики собственности существенно влияют на величину кредита. При выдаче долгосрочной ссуды кредиторы руководствуются несколькими признаками

⁹ С этой целью в зарубежных экономиках используются модели Гордона, CAPM и др. [12]. В нестационарной российской экономике с неразвитыми финансовыми рынками такие методы не корректны, так как требуемая в расчетах информация о котировках недостаточна и не вполне достоверна, в связи с этим предлагается в расчетах применять прямые способы учета влияния риска [29, с. 283-285]. Для предприятий с богатой кредитной историей затраты на собственный капитал, привлекаемый за счет выпуска обыкновенных акций, в работе [30] предложено рассчитывать на основе доходности облигаций с поправкой на риск (3-4 пп.).

¹⁰ В банковских сделках обычно не менее чем 20% [33, с. 54]. В программах государственной поддержки малых предприятий (МП) требуется софинансирование со стороны администрации субъекта РФ.

состоятельности заемщика и его способности вовремя возратить долг:

- денежные потоки;
- долгосрочная доходность;
- стабильность прибыли;
- способность регулярно погашать задолженность.

На решение банка влияют также другие характеристики ссудополучателя, определяющие уровень доверия к заемщику, – то, что составляет суть кредита, произошедшего от латинского слова «доверие»:

- размер обеспечения (залог должен быть достаточным, ликвидным и, лучше, диверсифицированным)¹¹,
- цели ссуды;
- информационная прозрачность;
- легитимность бизнеса¹²;
- кредитная история;
- поручительство учредителей;
- наличие агентских конфликтов в организации;
- психологические и поведенческие факторы, которые, таким образом, входят в состав параметров модели финансовых источников.

От этих и некоторых других факторов (размер бизнеса, вид деятельности, др.) зависит лояльность банка и лизинговой организации и условия сделки (срок, режим погашений, др.)¹³. Крупные предприятия могут рассчитывать на льготные условия предоставления средств, которые оговариваются особо. Малый и средний бизнес, как правило, получает стандартный режим кредитования. Высокая волатильность российского рынка обуславливает необходимость сценарного анализа в модели привлечения финансовых источников, анализа чувствительности к колебаниям конъюнктуры, экспертных методов оценивания изменений среды.

Государственная поддержка предприятий также обусловлена определенным набором требований, специфических для ее видов и форм, типов предприятий, видов деятельности, размеров и «возраста» бизнеса. Так, для малого и среднего бизнеса, молодежных организаций, приоритетных для региона видов деятельности, инновационных производств предусмотрены более лояльные режимы предоставления финансовой помощи и, даже, варианты субвенций (безвозмездных компенсаций ряда статей инвестиционных затрат). Общим условием поддержки является принадлежность не к по-

дакцизным видам деятельности, игровому бизнесу (в ряде случаев к добыче полезных ископаемых).

Модель формирования финансовых источников инвестиций, блок 2, учитывает все перечисленные и другие факторы и особенности финансового обеспечения инвестиций в российской экономике, в том числе отраслевые и региональные, во многом определяющие возможности привлечения заемных и бюджетных средств из многочисленных федеральных и региональных фондов, специально созданных для стимулирования инвестиционной активности указанных категорий предприятий. Этим вопросам посвящен следующий раздел.

АНАЛИЗ ПОТЕНЦИАЛА И ФАКТОРОВ ИНВЕСТИЦИЙ В СОВРЕМЕННОЙ РФ

В этом разделе исследованы наиболее значимые особенности, обуславливающие финансовую обеспеченность инвестиционных процессов в современной российской экономике и определяющие значения выходных параметров блока 2 в модели финансовых источников инвестиционной стратегии предприятия.

Динамика инвестиций в современной российской экономике

За последние девять лет существенно улучшились условия институциональной среды и кредитования вложений: по оценкам Росстата, почти втрое облегчен путь получения кредитов; более чем втрое сократилось негативное влияние несовершенства правовой базы инвестиций. В результате в 2004-2007 гг. наблюдался значительный рост инвестиций (рис. 6) и заметное оживление высокотехнологичных производств.

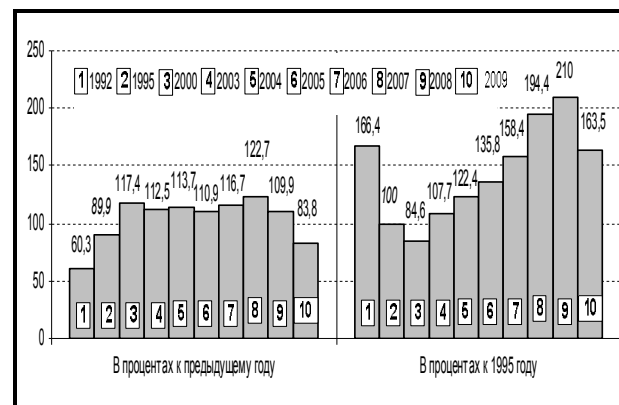


Рис. 6. Инвестиции в основной капитал в российской экономике в 2000-2009 гг. (по данным Росстата [40; 41])

При этом в высокотехнологичном секторе темпы роста вложений были намного менее устойчивы, чем в экономике в целом, причем с 2005 г. в химическом производстве они неуклонно снижались, а в других технологичных видах деятельности отличались значительной нестабильностью: так, в IT-секторе вариация темпов вложений достигала более 250% (табл. 2). Однако медленнее всего стабилизировалась обеспеченность инвестиционного процесса собственными средствами предприятий.

¹¹ Т.е. для определения возможности привлечения кредита следует оценить стоимость активов – но не по рыночной стоимости: как правило, при оценке залога банк ориентируется на балансовую стоимость.

¹² «Порог легитимности» для российского бизнеса – чрезвычайно важный признак, который на стадии разработки концепции стратегии предприятия позволит ему оценить возможность привлечения долгосрочных источников финансирования инвестиций. «Общепринятого банками «порога легитимности» бизнеса не существует. У некоторых это 30%, у некоторых – 10%, некоторые банки определяют этот порог в зависимости от состояния конкретного предприятия. По состоянию на середину октября 2008 г. банки не кредитовали МП, в официальной отчетности которых было отражено менее 30% реальной выручки» [33, с. 80-81].

¹³ В период современного кризиса некоторые банки резко ограничили кредиты целым отраслям: строительству, розничной торговле; другие – значительно сократили ссуды малому бизнесу (иногда не напрямую, а через ужесточение условий сделок: к примеру, за 2008 г. сократились сроки аренды, ставки выросли в среднем на 2-3%). К концу 2009 г. процентные ставки для малого и среднего бизнеса снизились на 3-5 п.п., сроки сделок увеличились с двух до трех-пяти лет, размер требуемого аванса сократился на 10-15 п.п. [49, с. 183-184].

Таблица 2
ДИНАМИКА ИНВЕСТИЦИЙ В ОСНОВНОЙ
КАПИТАЛ В РФ: В ЭКОНОМИКЕ И
В ВЫСОКОТЕХНОЛОГИЧНОМ СЕКТОРЕ
В 2005-2009 гг. (Источник: Росстат)

В сопоставимых ценах в % к предыдущему периоду

Показатель	Годы				
	2005	2006	2007	2008	2009
Всего	110,9	116,7	122,7	109,9	83,8
Добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	97,3	123,4	115,1	107,5	86,6
Обрабатывающие производства	112,4	112,1	116,6	112,5	79,4
Химическое производство	137,3	124,2	118,0	107,0	75,0
Производство машин и оборудования (гражданское)	98,6	132,2	110,7	108,9	67,6
Производство электрооборудования, электроники, оптики	108,3	104,5	126,1	107,4	76,7
Производство офисного оборудования и вычислительной техники	110,6	100,3	71,7	106,0	60,4
Производство электрических машин и электрооборудования	100,6	124,8	117,6	102,2	59,7
Производство электронных компонентов, теле-, связи и радиоаппаратуры	138,5	68,9	121,6	148,4	91,2
Производство медицинских изделий, контрольно-измерительной аппаратуры; оптических приборов, фотокинооборудования; часов	103,4	101,7	150,7	95,2	91,8
Производство транспортных средств и оборудования, в том числе:	88,4	119,3	129,6	122,5	81,6
Производство судов, летательных и космических аппаратов и пр.	95,5	135,4	108,8	101,7	107,7
Деятельность, связанная с использованием вычислительной техники и ИТ	114,6	258,5	116,5	108,6	86,9

Кризис 2008-2009 гг. обострил финансовую ситуацию – как в экономике, так и в технологических отраслях – общий объем инвестиций в основной капитал сократился на 16,2%; в отдельных видах деятельности, в особенности, в высокотехнологичном секторе спад был более значительным¹⁴ (табл. 2).

Проблемы и ограничения финансирования инвестиций в отраслях и регионах

В кризисных условиях заметно ухудшилось финансовое состояние предприятий: доля убыточных организаций в экономике возросла с 31% в 2008 г. до 40% в 2009 г.; в обрабатывающих видах деятельности – соответственно с 25,8% до 32,7%, что обострило недостаток собственных средств. Вместе с тем усилилось действие макроэкономических факторов, сдерживающих финансовое наполнение инвестиций (рис. 7).

Критическое состояние материально-технической базы, ухудшение экономической ситуации в 2008 г., нехватка привлеченных средств привели к тому, что, по данным обследования Росстата, в 2009 г. большин-

ство производственных организаций (64% в 2009 г.; 70% в 2008 г.) было вынуждено инвестировать в замену наполовину изношенных парков техники и оборудования и менее половины (33-45%) – в автоматизацию, механизацию, нововведения, энергосбережение и снижение себестоимости. В условиях требуемой замены физически изношенных фондов и недостатка собственных средств доля организаций, инвестировавших в новые технологии, за 2000-2008 гг. почти не увеличилась (на 1%).

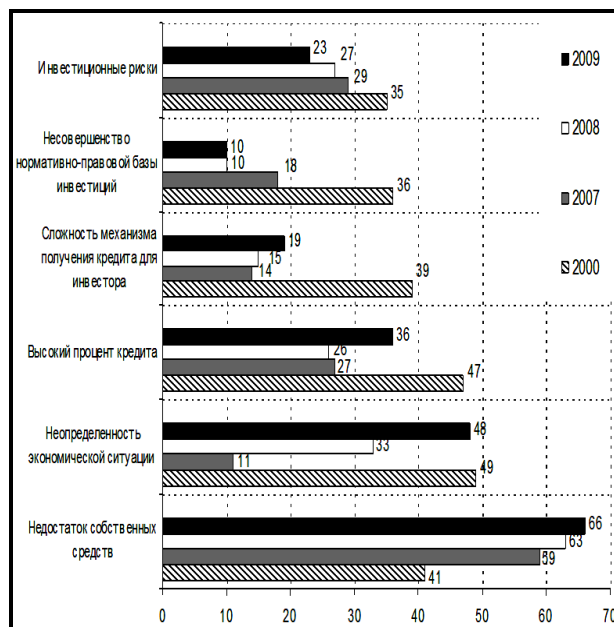


Рис. 7. Изменение факторов, ограничивающих инвестиции, в российской экономике в 2000-2009 гг.¹⁵

В связи с этим есть большие сомнения в достаточности внутренних резервов для радикальной модернизации. Ограниченность собственных финансовых средств и недоступность кредита (сложность механизма получения и высокие ставки процента) более всего сдерживают деловую, инвестиционную и инновационную активность организаций, причем для предприятий высокотехнологичного сектора экономики, требующих постоянного обновления производства и новых технологических платформ, эти ограничения более болезненны. В этом секторе на фоне острого недостатка собственных средств высокий кредитный процент стал третьим по значимости препятствием к инвестициям в 2009 г.: это отметили 35-46% высокотехнологичных предприятий (рис. 8). Отраслевые вариации сложности механизма получения кредита (на 9 п.п.) характеризуют уровень различий потенциального привлечения заемных средств в этих видах деятельности.

География вложений крайне неравномерна и неустойчива; в 2008 г. наиболее активные инвестиции¹⁶ сделаны в Псковской и Тюменской области, наименее активны Сахалин, Адыгея (68-69% организаций в 2008 г.), Тыва (35% организаций в 2007 г.). В 2009 г. высокая инвестиционная активность наблюдалась в Республике Коми, Камчатском и Приморском краях, в

¹⁴ Государственное участие, к примеру, в Объединенной авиационной корпорации (ОАК) или в Объединенной судостроительной корпорации (ОСК), а также в космических программах поддерживает высокий уровень вложений в этих отраслях: так, из табл. 2 видно, насколько возросли инвестиции в год создания ОАК (2006 г.).

¹⁵ Источник: составлено по данным Росстата [41].

¹⁶ Для оценки инвестиционной активности Росстат применяет показатель удельного веса организаций, осуществляющих инвестиции в основной капитал.

Калужской области (свыше 90% организаций); низкой инвестиционной активностью отличались: Республика Алтай (47%), Карачаево-Черкесская Республика, Республика Северная Осетия, Кабардино-Балкарская Республика и Томская область (63-65%), Республика Карелия и Астраханская область (68-69%).

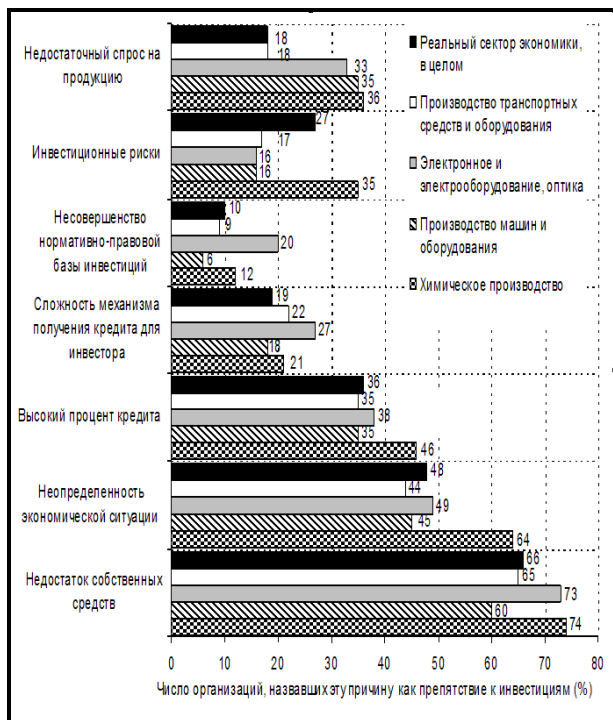


Рис. 8. Распределение факторов, препятствовавших инвестиционной деятельности организаций высокотехнологического сектора и экономики в целом в 2009 г.¹⁷

Различие в региональном распределении факторов, снижающих инвестиционную активность, показывает, также как в отраслевом случае, заметную дифференциацию регионов в обеспеченности собственными средствами, в стоимости кредита и сложности его получения (на 10-12 п.п.). Нехватка собственных источников – ключевое препятствие для инвестирования в каждом федеральном округе, при этом сила этого фактора различается по округам в 1,2 раза (рис. 9). Однако это ограничение существенно дифференцировано в пределах отдельных округов:

- в 2,6 раза в Центральном (ЦФО) и Южном (ЮФО) федеральных округах за счет регионов, наиболее страдающих от недостатка собственных средств (Костромская, Ярославская, Ивановская, Тамбовская области – в ЦФО; Дагестан, Ингушетия, Карачаево-Черкесия – в ЮФО);
- в 2,4 раза в СФО за счет Тывы и Алтая;
- в 4,27 раза в Дальневосточном федеральном округе (ДФО), где значимость недостатка собственных средств ощущается сильнее всего, в 2008 г. она была на четверть выше, чем в экономике (в 2009 г. сила этого ограничения немного снизилась).

В период кризиса влияние недостаточности средств снизилось на 15% в Северо-Западном федеральном округе (СЗФО), увеличилось на 6% в Южном и Уральском (УФО) федеральных округах и на 9% – в Сибирском федеральном округе (СФО).

¹⁷ Источник: составлено по данным Росстата [41]

В 2008-2009 гг. влияние неопределенности экономической ситуации на инвестиции значительно выросло во всех регионах и стало вторым по значимости ограничением инвестиционной активности. При этом в 2009 г. сила этой преграды различалась по округам в 1,8 раз (рис. 9):

- более всего она сдерживала инвестиции в ЦФО (причем региональные различия в пределах ЦФО составили 1,8 раза);
- менее всего – в ДВФО (где региональные различия составили 2,8 раза).

Различия в восприятии неопределенности обстановки сильнее выражены в экономически неустойчивых южных регионах РФ (до 58 раз в пределах ЮФО).

Высокий процент коммерческого кредита в 2009 г. сдерживал инвестиции 36% организаций в РФ – более чем инвестиционные риски (23%). При этом негативное воздействие роста процентной ставки в период кризиса выросло по-разному:

- в экономике в целом – на треть;
- в ДВФО – на 9%;
- в ЦФО – на 6%;
- в ЮФО – на 3%;
- в ПФО и СФО – почти не изменилось;
- на Урале – в 1,6 раза.

Значимость для инвестирования цены кредита существенно варьировалась в пределах округов:

- от 1,7 раза в УФО;
- 2,5 раза в ПФО и в ДВФО;
- 3,6 раза в СФО;
- 5,5 раз в ЦФО;
- 7,6 раза в СЗФО;
- до 31 раза в ЮФО.

Сложность механизма получения кредита в настоящее время ограничивает инвестиции 19% организаций в РФ (на треть больше, чем до кризиса) и 32% – в Москве (в 1,6 раза больше, чем до кризиса). Влияние этого фактора на инвестиции в Сибири почти в полтора раза меньше, чем в стране; в СЗФО, напротив, ощущается в 1,2 раза сильнее (см. рис. 9), а в Москве – в 1,7 раза сильнее. Различия в воздействии сложности привлечения кредита по округам заметно увеличились: с 1,6 раза в 2008 г. до 1,8 раз в 2009 г. Региональная дифференциация этой преграды еще выше:

- в 2008 г. – более 10 раз;
- в 2009 г. – более 17 раз;
- при этом в пределах ряда наиболее развитых округов вариации достигали 5,5 (ЦФО) – 9 раз (СЗФО) в 2008 г. и 6,8 раз (Поволжский федеральный округ, ПФО) в 2009 г.

Инвестиционные риски менее всего ограничивали инвестиции в ЮФО, ЦФО и ДВФО (в 2008-2009 гг. в 1,5-2 раза меньше, чем в экономике в целом). При этом различие их угроз по регионам в 2009 г. достигало 48 раз (при этом внутри ЦФО – 41 раз); в 2008 г. – 45 раз; в 2007 г. – 77 раз. В 2008 г. самые высокие риски были в Самарской области: 45% организаций (видимо, из-за проблем в автопромышленности, так как в 2007 г. риски были существенно ниже – 16%). В 2009 г. наибольшее влияние рисков отмечалось в Коми (48% организаций) и в Липецкой области (41%).

Развитие институциональной среды повсеместно снизило негативное влияние несовершенных правовых норм регулирования инвестиций в 2000-е гг., однако и в этом аспекте в 2007-2008 гг. регионы по стране различались в 3 десятка раз¹⁸.

¹⁸ В 2009 г. в обследовании Росстата фактор значимости правовой среды не изучался, вместо этого оценивалось влияние недостаточности спроса на ограничение инвестиционной деятельности.

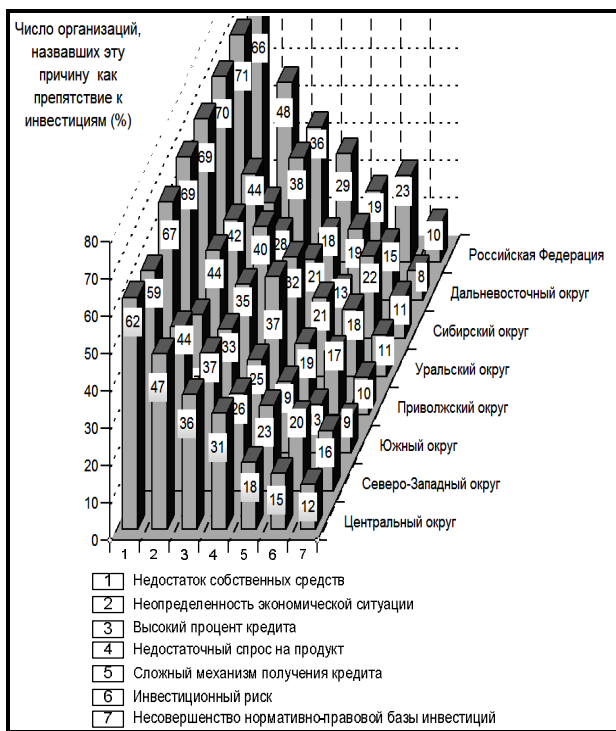


Рис. 9. Распределение факторов, ограничивающих инвестиции в регионах РФ в 2009 г. (составлено по данным Росстата [41])

В ряде отдаленных регионов Сибири, Дальнего Востока и Южного округа несовершенство правовой базы инвестиций не ощущается вовсе (не потому ли, что именно там более всего игнорируют закон?).

Различная инвестиционная привлекательность регионов характеризуется неравномерным территори-

альным распределением иностранных инвестиций, которые очень чувствительны к качеству инвестиционного климата (см. ниже, рис. 18).

Таким образом, место расположения предприятия и вид экономической деятельности заметно влияет на потенциальный размер и качество источников финансирования инвестиций: виды привлекаемых средств, условия их получения, включая затраты на привлечение.

Рассмотренные факторы, ограничивающие инвестиции, существенно влияют на структуру источников финансирования, которая в региональном аспекте, в целом, характеризуется еще более неблагоприятным для прогрессивного развития предприятий соотношением собственных и заемных источников капитальных вложений (табл. 3). Низким удельным весом кредитных источников отличаются: Дагестан, Ингушетия, Чечня, Кабардино-Балкария, Калмыкия, Северная Осетия, Бурятия, Тыва, Камчатка, Магаданская области. В привлеченных источниках инвестиций в неустойчиво развивающиеся регионы удельный вес бюджетного финансирования в два-три раза выше, чем в экономике в целом. В областях, экономически привлекательных и благополучных за счет высокого экспортного потенциала, высок удельный вес собственных средств, а доли заемных средств ниже средне-региональных значений. Бюджетная поддержка Москвы и Санкт-Петербурга в структуре источников вдвое выше средне-российского показателя, причем за счет городских бюджетов. Доля банковских кредитов варьируется по регионам в десятки раз.

Географический разброс ресурсной обеспеченности инвестиций характеризует различия финансово-экономической состоятельности предприятий, инвестиционного климата в регионе и избирательность внешней финансовой поддержки организаций (вопросы дифференциации региональных факторов в связи с изменением экономической ситуации рассмотрены в работе [35]).

Таблица 3

РЕГИОНАЛЬНАЯ СТРУКТУРА ФИНАНСОВЫХ ИСТОЧНИКОВ ИНВЕСТИЦИЙ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ В РФ (источник: Росстат)

Без МП; %

Регионы	2007						2008					
	Собственные средства	Привлеченные средства	Из них				Собственные средства	Привлеченные средства	Из них			
			Кредиты банков	Бюджетные средства	Федеральный бюджет	Бюджеты субъектов РФ			Кредиты банков	Бюджетные средства	Федеральный бюджет	Бюджеты субъектов РФ
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
РФ	40,4	59,6	10,4	21,5	8,3	11,7	39,5	60,5	11,8	20,9	8,0	11,3
ЦФО	35,6	64,4	12,9	27,5	5,9	20,5	36,0	64,0	14,6	26,6	6,3	18,8
Белгородская область	33,1	66,9	39,6	13,0	3,0	7,6	30,8	69,2	35,1	18,2	3,0	9,8
Брянская область	27,2	72,8	17,7	32,4	19,4	11,7	30,8	69,2	12,8	32,8	18,8	12,5
Владимирская область	33,0	67,0	18,1	16,7	10,1	5,0	36,3	63,7	10,8	19,2	9,5	6,4
Воронежская область	32,2	67,8	12,2	23,7	15,9	6,3	32,0	68,0	12,7	27,7	17,7	7,6
Ивановская область	27,4	72,6	13,0	25,5	9,5	12,6	16,3	83,7	7,6	18,2	7,5	9,1
Калужская область	30,0	70,0	16,7	22,4	8,9	6,7	34,5	65,5	35,5	12,3	7,6	3,0
Костромская область	40,9	59,1	12,2	14,9	8,2	5,4	40,6	59,4	7,7	17,9	8,3	7,1
Курская область	26,4	73,6	26,8	13,3	5,5	6,9	23,6	76,4	25,1	15,8	5,9	6,7
Липецкая область	51,2	48,8	21,0	8,0	1,7	4,4	61,0	39,0	13,1	13,0	8,1	3,0
Московская область	37,2	62,8	13,9	11,7	5,1	4,4	39,9	60,1	18,8	10,2	5,6	2,2
Орловская область	32,5	67,5	33,6	11,2	7,8	2,8	32,0	68,0	23,8	13,9	7,7	5,1
Рязанская область	47,9	52,1	17,9	16,2	5,3	10,5	43,0	57,0	22,7	15,5	6,2	8,5
Смоленская область	45,1	54,9	13,4	23,1	5,9	16,3	38,5	61,5	21,3	15,5	4,9	9,5
Тамбовская область	31,5	68,5	21,8	27,5	12,1	13,3	26,8	73,2	25,0	24,8	12,2	10,9
Тверская область	33,5	66,5	12,4	27,8	16,3	10,1	34,2	65,8	18,0	20,1	9,7	8,7
Тульская область	49,7	50,3	12,3	19,6	10,3	8,2	42,3	57,7	23,8	24,3	13,9	8,6

Регионы	2007						2008					
	Собствен- ные сред- ства	При- вле- ченные сред- ства	Из них				Собст- вен- ные сред- ства	При- вле- ченные сред- ства	Из них			
			Кре- диты бан- ков	Бюджет- ные сред- ства	Из них				Кре- диты бан- ков	Бюджет- ные сред- ства	Из них	
					Феде- ральный бюджет	Бюдже- ты субъ- ектов РФ					Феде- ральный бюджет	Бюдже- ты субъ- ектов РФ
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Ярославская область	50,1	49,9	9,1	19,2	6,5	10,3	43,9	56,1	5,8	21,9	11,1	6,9
Москва	33,2	66,8	7,3	41,2	4,7	36,5	33,0	67,0	7,9	40,4	4,2	36,2
СЗФО	31,8	68,2	9,4	20,9	12,8	7,5	31,3	68,7	10,6	21,3	9,1	11,4
Республика Карелия	43,8	56,2	13,9	18,2	10,0	7,4	34,5	65,5	21,1	20,8	12,9	6,7
Республика Коми	56,1	43,9	9,3	7,3	2,3	3,9	51,7	48,3	10,4	6,7	1,5	3,8
Архангельская область	17,0	83,0	4,3	6,3	2,7	3,2	22,1	77,9	6,5	6,9	1,9	4,4
В том числе Ненецкий автономный округ	13,0	87,0	1,3	2,1	0,1	2,0	18,4	81,6	3,2	2,5	0,2	2,3
Вологодская область	34,2	65,8	11,4	6,3	1,8	3,1	44,0	56,0	7,2	11,5	3,4	6,6
Калининградская область	29,7	70,3	27,1	15,3	10,8	3,9	25,3	74,7	24,0	21,2	11,5	9,2
Ленинградская область	30,4	69,6	6,7	7,2	5,2	1,9	26,7	73,3	6,9	12,4	10,1	2,0
Мурманская область	54,0	46,0	11,3	19,7	8,9	6,3	42,3	57,7	3,7	18,2	7,1	8,0
Новгородская область	45,3	54,7	7,6	7,9	5,9	1,6	33,0	67,0	14,9	12,2	8,0	3,0
Псковская область	40,2	59,8	17,8	26,0	19,2	6,1	42,1	57,9	17,7	21,0	12,8	7,1
Санкт-Петербург	29,4	70,6	9,6	43,0	27,7	15,3	28,7	71,3	12,3	39,0	14,6	24,3
ЮФО	33,4	66,6	8,9	30,8	18,2	10,9	33,4	66,6	10,4	30,3	20,3	8,0
Республика Адыгея	13,0	87,0	9,5	25,3	18,2	7,1	24,7	75,3	13,2	39,1	24,8	14,3
Республика Дагестан	21,4	78,6	1,1	42,5	27,3	15,2	13,8	86,2	1,3	49,5	28,7	20,8
Республика Ингушетия	7,7	92,3	-	80,4	60,0	20,4	3,4	96,6	0,3	73,8	48,5	24,7
Кабардино-Балкарская Республика	7,9	92,1	19,9	39,1	31,2	7,9	11,9	88,1	3,3	46,5	32,6	13,8
Республика Калмыкия	18,1	81,9	1,5	54,8	46,7	4,7	17,2	82,8	1,6	66,5	59,4	5,2
Карачаево-Черкесская Республика	26,6	73,4	5,8	55,1	49,0	5,9	29,5	70,5	16,8	36,9	31,4	5,1
Республика Северная Осетия – Алания	12,8	87,2	1,4	36,1	31,5	3,0	15,2	84,8	2,5	30,5	27,1	2,6
Чеченская Республика	5,3	94,7	-	94,7	34,6	60,0	5,4	94,6	-	91,6	73,9	17,7
Краснодарский край	44,7	55,3	10,8	22,3	14,4	6,3	41,6	58,4	13,1	22,0	13,3	7,0
Ставропольский край	39,4	60,6	12,9	24,2	13,4	9,4	40,1	59,9	12,7	23,1	12,7	8,4
Астраханская область	17,0	83,0	2,0	28,4	20,6	6,3	13,7	86,3	3,2	25,8	19,1	4,7
Волгоградская область	51,1	48,9	10,1	17,9	9,1	6,0	49,7	50,3	11,5	21,4	11,6	6,8
Ростовская область	31,4	68,6	11,5	24,7	15,1	6,7	34,5	65,5	13,4	26,9	17,1	6,3
ПФО	47,2	52,8	12,8	21,6	9,8	10,3	46,4	53,6	12,9	20,2	8,1	10,5
Республика Башкортостан	45,8	54,2	11,0	22,4	6,4	14,4	48,0	52,0	9,8	18,6	5,2	11,8
Республика Марий Эл	30,3	69,7	21,5	28,5	9,0	17,6	22,9	77,1	27,4	22,9	12,2	9,2
Республика Мордовия	34,3	65,7	21,9	25,5	13,5	11,5	32,9	67,1	31,1	22,1	13,1	8,4
Республика Татарстан	49,9	50,1	19,0	13,5	3,8	9,1	47,4	52,6	25,2	12,9	4,5	7,9
Удмуртская Республика	47,6	52,4	7,2	27,6	14,9	12,5	51,8	48,2	7,9	27,0	10,5	16,2
Чувашская Республика	36,7	63,3	11,4	38,5	15,6	22,5	29,5	70,5	14,7	36,9	11,1	24,5
Пермский край	61,8	38,2	9,0	16,4	5,3	8,9	60,7	39,3	6,2	14,7	4,2	7,9
Кировская область	25,4	74,6	17,7	44,8	38,2	4,6	31,5	68,5	19,3	33,8	24,8	7,4
Нижегородская область	42,9	57,1	10,8	21,8	10,5	8,4	37,2	62,8	8,9	21,9	7,0	13,0
Оренбургская область	51,3	48,7	17,2	12,4	4,3	6,7	52,0	48,0	15,8	14,2	4,6	7,5
Пензенская область	17,7	82,3	9,2	58,8	47,3	9,4	26,5	73,5	11,1	47,0	34,9	9,3
Самарская область	56,5	43,5	10,1	19,0	4,3	13,4	55,4	44,6	6,4	21,5	5,4	14,1
Саратовская область	50,3	49,7	7,7	14,3	9,1	4,1	52,1	47,9	4,6	16,9	7,5	7,8
Ульяновская область	33,3	66,7	6,9	31,2	22,5	7,0	35,3	64,7	6,1	29,5	22,3	5,7
УФО	54,2	45,8	8,0	14,3	2,3	9,7	50,0	50,0	7,8	13,3	2,3	8,9
Курганская область	38,8	61,2	4,0	34,2	25,2	7,6	37,8	62,2	7,8	26,1	20,1	4,6
Свердловская область	44,3	55,7	15,0	20,2	7,1	8,0	48,1	51,9	12,1	19,0	6,8	8,0
Тюменская область, в том числе:	55,5	44,5	6,7	12,3	0,3	10,2	49,9	50,1	5,8	11,3	0,6	9,2
Ханты-Мансийский автономный округ – Югра	77,6	22,4	0,9	10,6	0,2	8,7	76,4	23,6	1,4	11,1	0,5	8,6
Ямало-Ненецкий автономный округ	33,1	66,9	13,8	5,3	0,0	4,1	22,8	77,2	10,0	3,5	0,1	2,7
Челябинская область	62,7	37,3	6,9	17,4	6,5	8,8	55,4	44,6	15,9	16,9	5,5	9,0
СФО	40,3	59,7	10,0	15,6	7,3	6,1	41,5	58,5	8,8	17,1	8,4	6,2
Республика Алтай	15,2	84,8	3,9	73,8	34,8	32,3	16,0	84,0	5,7	55,7	25,0	25,5
Республика Бурятия	39,1	60,9	3,8	45,1	27,0	16,4	35,0	65,0	5,0	44,8	26,2	15,7
Республика Тыва	8,5	91,5	0,1	83,0	47,4	35,4	11,7	88,3	9,8	66,7	35,5	30,6

Регионы	2007						2008					
	Собствен-ные сред-ства	При-вле-ченные сред-ства	Из них				Собст-вен-ные сред-ства	При-вле-ченные сред-ства	Из них			
			Кре-диты бан-ков	Бюджет-ные сред-ства	Из них				Кре-диты бан-ков	Бюджет-ные сред-ства	Из них	
					Феде-ральный бюджет	Бюдже-ты субъ-ектов РФ					Феде-ральный бюджет	Бюдже-ты субъ-ектов РФ
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Республика Хакасия	31,9	68,1	40,3	11,1	4,9	4,0	49,1	50,9	4,4	22,0	10,2	6,6
Алтайский край	37,8	62,2	12,9	19,9	10,7	6,8	34,2	65,8	13,2	21,2	8,5	9,9
Забайкальский край	19,1	80,9	3,5	37,5	20,2	14,5	22,6	77,4	3,4	30,1	22,5	6,7
Красноярский край	42,5	57,5	6,0	10,7	5,7	3,9	35,0	65,0	4,1	14,3	8,5	4,4
Иркутская область	37,2	62,8	3,6	6,8	3,0	2,1	49,9	50,1	9,5	6,6	3,2	1,9
Кемеровская область	48,0	52,0	18,4	12,6	3,5	5,8	50,1	49,9	14,6	15,8	4,1	6,5
Новосибирская область	43,8	56,2	13,0	19,3	11,0	6,0	44,1	55,9	11,0	23,4	11,6	9,7
Омская область	38,1	61,9	11,1	23,6	8,0	12,8	43,1	56,9	12,6	18,2	6,7	7,8
Томская область	43,9	56,1	6,9	11,0	4,7	3,7	42,1	57,9	5,1	13,2	6,6	4,9
ДВФО	30,8	69,2	7,0	16,1	10,0	5,2	29,5	70,5	18,1	16,7	10,5	5,3
Республика Саха (Якутия)	49,1	50,9	3,1	14,0	4,6	8,8	37,1	62,9	2,4	13,6	6,6	6,5
Камчатский край	36,4	63,6	5,4	51,5	42,5	5,2	23,0	77,0	3,1	39,5	31,5	5,3
Приморский край	42,1	57,9	14,2	27,5	20,0	5,7	34,8	65,2	10,7	23,9	17,9	5,3
Хабаровский край	36,6	63,4	15,9	23,4	12,8	9,3	33,5	66,5	15,7	24,6	12,1	9,7
Амурская область	24,1	75,9	9,3	11,2	8,2	2,0	27,9	72,1	2,9	15,6	13,2	1,8
Магаданская область	34,1	65,9	0,7	52,0	43,5	3,6	19,9	80,1	0,8	55,6	43,8	9,5
Сахалинская область	14,3	85,7	4,6	5,4	3,9	1,5	22,3	77,7	46,4	7,4	4,2	3,1
Еврейская автономная область	6,9	93,1	0,5	69,1	62,5	3,7	15,7	84,3	1,5	38,6	30,3	5,6
Чукотский автономный округ	5,6	94,4	0,3	6,6	2,6	4,0	5,1	94,9	0,2	5,9	1,7	4,1

Факторы привлечения финансовых средств – инвестиционный климат РФ

Причина ограниченной роли банковских кредитов в инвестициях кроется не только в кризисной ситуации общего сокращения ликвидности и снижения инвестиционного спроса, они намного шире и затрагивают системные основы российской экономики.

1. Негативные особенности российской кредитно-финансовой системы.
2. Неразвитость институциональной среды.
3. Отсутствие сбалансированной экономической и промышленной политики.
4. Несогласованность кредитно-денежной и фискальной политики.
5. Слабость финансовых рынков; высокая рискованность фондового рынка.
6. Экономическая нестабильность: высокая инфляция, волатильность курса рубля.
7. Изменчивость политической среды.
8. Низкая финансово-экономическая устойчивость заемщиков, слабая обеспеченность залога, низкая дисциплина ссудополучателей.
9. Низкий уровень доверия на всех уровнях народнохозяйственной иерархии.

10. Бюрократизация общества, коррупция; широкое использование административных ресурсов для доступа к длинным деньгам.

11. Недостатки корпоративного управления: менеджмента, управления рисками.

Качество инвестиционного климата наиболее значимо для привлечения иностранного капитала. По оценкам Всемирного банка, РФ признана одной из самых неблагоприятных стран по условиям инвестиционного климата [50, с. 116-118].

ОСОБЕННОСТИ ИСТОЧНИКОВ ИНВЕСТИЦИЙ В СОВРЕМЕННОЙ РОССИИ

Ключевые агенты рынка капитала и их участие в финансировании инвестиций

Исследование потенциала долгосрочного финансирования в национальной экономике и прогноз каждого из источников дает основание предположить их явную недостаточность для обеспечения модернизации, технического перевооружения и инновационного преобразования российских предприятий.

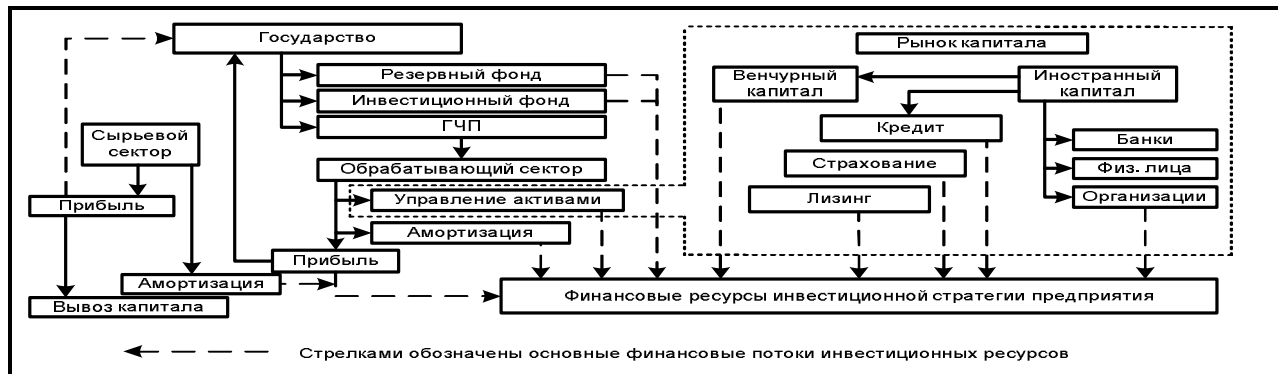


Рис. 10. Формирование финансовых ресурсов инвестиционной деятельности

Системный подход к анализу и синтезу финансового обеспечения инвестиций предполагает исследование широкого круга взаимодействий ключевых участников инвестиционной деятельности и воздействующих факторов, что дает наиболее адекватные результаты оценки. Совокупность финансовых средств на инвестиции представляет собой экономический результат взаимоотношений экономических агентов финансового рынка и реального сектора по поводу получения, распределения, перераспределения денежных средств в экономике. Схема финансовых потоков, направляемых на инвестиции, включает основные источники длинных денег в экономике (рис. 10).

В модели источников рассматриваются несколько обобщенных групп агентов финансового обеспечения инвестиций:

- банковский сектор, предоставляющий предприятию инвестиционный кредит на определенных условиях;
- лизинговые организации, предоставляющие машины и оборудование на кредитной основе с правом передачи в собственность после погашения долга;
- государство, предоставляющее субсидии, реже, субвенции и (или) участвующее в инвестиционной деятельности предприятия на правах долевой собственности;
- венчурные фонды, инвестирующие средства на начальном этапе существования предприятия с целью выведения его на фондовый рынок и последующей продажи своей доли по цене, существенно превышающей первоначальные вложения;
- частные инвесторы – российские или зарубежные физические лица, инвестирующие на основе венчура (бизнес-ангелы) или на других принципах финансирования проектов;
- прочие институциональные инвесторы – российские и зарубежные организации: страховые и пенсионные фонды; фонды прямых инвестиций, региональные фонды;
- сами предприятия, расходующие собственные средства в инвестиционных целях.

1. Банковский сектор

В годы кризиса ссудный портфель банковских кредитов, в целом, оставался на уровне 2008 г.; он вырос только для малого и среднего бизнеса на 3,7% и сократился на 0,6% для крупного бизнеса. Средства банков не играют существенной роли в финансировании высокотехнологического сектора, который продолжает оставаться недоинвестированным: так, удельный вес машиностроения в общих инвестициях составляет 3%. В отраслевой структуре кредитов преобладают и растут доли торговли (23,4%) и обрабатывающих производств (20,8%) [49, с. 15]. Вложения в ценные бумаги в 2009 г. стали для банков приоритетным объектом вложений избыточной ликвидности – вместо активизации кредитования экономики. Одной из немногих прогрессивных тенденций развития банковского рынка стал рост отсутствующего до недавнего времени сегмента синдицированного кредитования (участие российских банков) – за два года, с первого полугодия 2008 г. по первое полугодие 2010 г., с 1% до 3,6%. Другое перспективное направление – развитие рынка корпоративных облигаций – характеризуется ростом ликвидности, которая, впрочем, продолжает оставаться низкой.

Провал миссии банков по кредитной поддержке реального сектора обусловлен такими системными проблемами.

1. Слабость и неразвитость кредитно-финансовой системы – в том виде, в котором она была сформирована еще в 1990-е гг. – она не позволяет предприятиям рассчитывать на ее полноценное участие в модернизации. С одной стороны, в

настоящее время в РФ только четверть банков из 1030 имеет возможность предоставить кредит свыше 10 млн. долл.; 90% банков оперируют краткосрочными кредитами до одного года. Новой экономике требуются новации на финансовом рынке.

2. С другой стороны, значительная концентрация, монополизация и практическое отсутствие конкуренции в банковском секторе сдерживает развитие рынка кредитных ресурсов: три государственных банка аккумулировали 41% всех активов; на пять крупнейших государственных и частных банков приходится 46% активов; более 80% кредитов выдано 30 крупнейшими по активам банками [47, с. 142]. В условиях заметного роста банковского рейтинга в 2009 г. доля банковских кредитов без Сберегательного банка РФ составляет 30%.
3. Отсутствие реальной модернизации финансового сектора: все мероприятия по его реформированию сводятся к постановлениям и намерениям, не получившим законодательного развития за последние семь лет, тем более реализации¹⁹.
4. Высокая стоимость кредита, ограничивающая, по данным Росстата, инвестиционную деятельность более чем трети организаций (см. рис. 7-9).
5. Значительная дифференциация процентных ставок, в зависимости от вида валют, размера и эффективности бизнеса заемщиков: в 2008 г. стоимость коммерческого кредита составляла: для крупных клиентов в пределах 10-16% по рублевым ссудам и до 12% по ссудам в долл. США; для малых компаний – до 25% по рублевым ссудам и до 18% по ссудам в долл. США. Вариация банковского процента за депозит составляла 5-19% по рублевым вкладам; 4-12% по вкладам в евро; 3-9% по вкладам в долл. США. При этом со второй половины 2009 г. наметилась устойчивая тенденция к снижению ставок за кредит в результате некоторого повышения конкуренции на кредитном рынке. По данным Росстата, на 1 августа 2010 г. средневзвешенные процентные ставки по кредитам, предоставленным на срок более одного года, составили 11,9% (в рублях), 7,2% (в долл. США) и 7,8% (в евро).
6. Дефицит долгосрочных заемных средств связан в числе прочих причин с недостаточностью ресурсной базы кредитного сектора: к примеру, доля населения в пассивах, в отличие от мировой практики, незначительна и нестабильна (45% от всех депозитов в декабре 2009 г.; 49% – в сентябре 2010 г.), в частности, в отсутствие законодательного удлинения пассивов с помощью безотзывных вкладов и эффективного использования страховых и пенсионных накоплений в целях инвестирования в реальный сектор экономики.
7. Доступность кредита для предприятий ограничена не столько ресурсной базой банков, сколько слабостью залоговой базы ссудополучателей, высокой стоимостью кредита и сложностью процедуры его получения. Недаром, по опросу Росстата, два последних препятствия сдерживали инвестиции, соответственно, более трети и около пятой части всех организаций (см. рис. 7-9). Действительно, для реалистичной оценки перспектив долгосрочного заимствования в целях реализации планируемых инвестиционных решений каждый субъект должен убедиться в наличии у него нескольких признаков благопристойного ссудополучателя:
 - долгосрочная стратегия развития, обосновывающая объективную потребность запрашиваемой суммы для выпуска данного вида изделия в данное время;
 - регулярный аудит финансовой отчетности;
 - реалистичный и убедительный бизнес-план;
 - позитивная кредитная история (которой придается особое значение при выдаче ссуд);
 - эффективный и открытый менеджмент, информационная прозрачность отношений собственности, товарных и денежных потоков.

¹⁹Начатые реформы: пенсионная реформа, обязательное страхование гражданской ответственности и др. не завершены; их средства не используются в качестве коллективных инвестиций.

Все эти элементы требуются банку в качестве гарантии возвратности ссуды, но при этом их наличие не гарантирует сам факт выдачи необходимого объема средств на нужный срок.

Даже самые благополучные корпорации крупного бизнеса, занимающие верхние строки рейтинга по капитализации и объему продаж, ощущают ограничения в доступности кредита для модернизации оборудования. К примеру, для получения крупного кредита для замены оборудования по выпуску аммиака стоимостью 1 млрд. руб. со сроком строительства три года требуется сделать оценку экономического эффекта, а следовательно, спрогнозировать цены на сырье (природный газ) и продукт (аммиачную селитру) на несколько лет вперед, что затруднительно в нестационарной российской экономике [18].

Но усилия получателей кредита должны быть направлены на обоснование потребностей в рамках каждого вида финансирования с учетом всех его условий и особенностей, а также на сопоставление затрат на привлечение средств из рассматриваемых альтернативных источников.

2. Лизинг

Стремительный рост в РФ лизинговых операций в 2004-2007 гг. оказал существенное влияние на активизацию инвестиций в модернизацию экономики; в 2007 г. его доля в инвестициях составляла 14,9%, а в ВВП – 3,01% [47, с. 146], но рост был прерван финансовым кризисом. За 2008-2009 гг. объем договоров финансового лизинга, по данным Росстата, сократился на треть и в 2009 г. составил 264,2 млрд. руб., или 4,35%, от инвестиций в основной капитал²⁰, или 0,81% ВВП, что намного меньше, чем в западноевропейских странах. За 2009 г. объем новых сделок сократился на 56%, однако со второй половины 2009 г. наблюдается рост лизинговых сделок, который, по экспертным оценкам, в 2010 г. составит 10-15% [49, с. 171].



Рис. 11. Динамика заключенных сделок финансового лизинга (в текущих ценах)²¹

Территориальное и отраслевое распределение новых сделок крайне неравномерно: лидирующие позиции занимает Москва (28,75%), следом идут ЦФО (16,83%) и Санкт-Петербург (15,78%).

В тенденции наблюдается рост удельного веса крупного бизнеса (64,4% в 2009 г.; 49,8% в 2008 г.) и повышение удельного веса транспортной техники [49, с. 168].

²⁰ По данным «Эксперт РА», объем новых сделок в целом составил 315 млрд. руб., что впервые меньше полученных платежей (320 млрд. руб.) [49, с. 9 – «Экспертиза рынков»].

²¹ Источник: построено по данным Росстата [41].

Предметом лизинговых операций в основном являются транспортные средства и машины и оборудование: соответственно, 59,3% и 35% в 2009 г.; 55% и 41,1% в 2008 г., причем доля машиностроительного и металлообрабатывающего оборудования составляет всего 4,73%, а в новых договорах 2009 г. еще меньше: 2,4%. При этом наблюдается четкая, не связанная с кризисом тенденция сокращения доли машин и оборудования (в 2003 г. – 66,4% от общего объема договоров) за счет роста доли автомобилей и железнодорожной техники (рис. 11).

Ряд особенностей лизинга расширяет, а ряд – сдерживает перспективы его использования в инвестиционных целях – как для обновления оборудования и технологических линий на существующих предприятиях, так и для организации новых производств (под которые кредит, как правило, дается ограниченно). Рассмотрим их подробнее.

Преимущество финансового лизинга (при условии, что договор не прервется досрочно) состоит в его относительной доступности, особенно в случаях ограниченной возможности предприятия в получении долгосрочного кредита:

- большая лояльность лизинговых компаний по сравнению с банками – в частности, к добросовестности клиента, к теневому бизнесу – в проведении сделки и в формулировании условий погашения задолженности;
- экономичность, связанная с льготным режимом налогообложения (которая, правда, все более становится проблематичной вследствие постепенного сокращения льгот – ускоренной амортизации арендуемого оборудования);
- большая гибкость при определении параметров конкретной сделки (размер аванса, порядок учета имущества, процентная ставка, срок, порядок платежей, страхование, условия расторжения договора и его финансовые последствия для лизингополучателя, условия досрочного выкупа, размер дополнительного залога, величина реальной выкупной цены);
- упрощенная организация поставки оборудования (закупка, предоплата, логистика);
- фиксированные лизинговые платежи, закрепленные договором, и более длительный срок финансирования, чем при банковском кредитовании, что является средством страхования от инфляции [33, с. 128-134; 43, с. 291-292].

Основные источники финансирования договоров финансового лизинга – кредиты российских банков и других кредитных организаций, собственные средства лизинговых компаний.

Основные негативные факторы расширения лизинга для обновления фондов, по опросу Росстата, – высокий процент коммерческого кредита, несовершенство нормативно-правового регулирования лизинговой деятельности, а также рост информационной непрозрачности деятельности лизингополучателей.

Особенности лизинговых отношений в российской экономике – неопределенность законодательного регулирования, негативные правовые новшества в сочетании с точечными мерами государственной поддержки ряда производств на основе субвенций в части затрат на отдельные виды техники.

Отсутствие законодательного регулирования важнейшего для высокотехнологичного сектора вида – оперативного (операционного) лизинга²² – снижает возможности модернизации и инновационного развития.

²² В российском законодательстве определен исключительно финансовый лизинг [3].

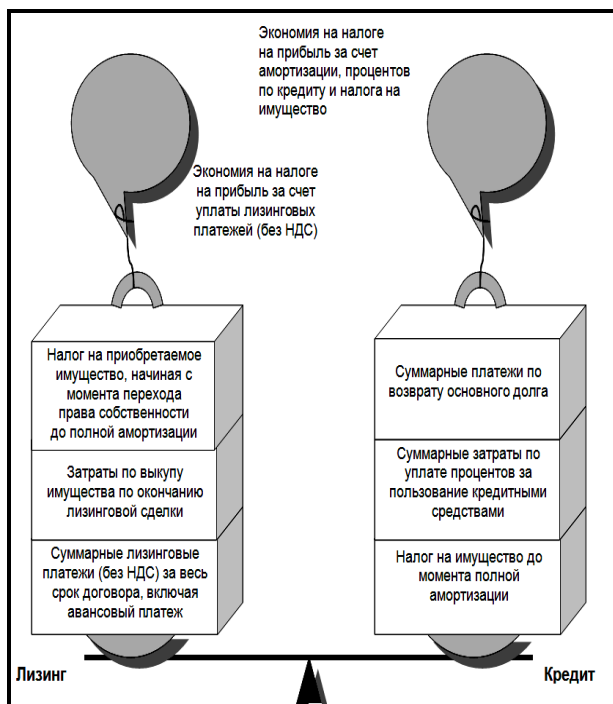


Рис. 12. Сравнительная модель двух вариантов денежных потоков предприятия²³

Расширение государственного лизинга содействует модернизации инфраструктуры и ускоренному обновлению парков оборудования и технологий низкорентабельных предприятий – его невысокая стоимость (8%) позволяет реализовать сложные, длительные и (или) социально значимые проекты (транспорт и др.) и обеспечить занятость населения в отсталых регионах.

С помощью финансовой математики можно оценить условия и цену для заемщика – как банковского кредита, так и лизинга [43], и, с учетом конкретных внутренних обстоятельств и ограничений для получателя, с применением дисконтирования примерно сопоставить варианты и выбрать лучшую модель привлечения источников для финансирования планируемых инвестиционных вложений (рис. 12).

Законодательная неопределенность и изменчивость налогообложения в регулировании лизинговых отношений существенно усиливает волатильности рынков этого вида услуг, снижает преимущества лизинга, повышает его цену и, тем самым, затрудняет предприятиям пути, чтобы достоверно оценить возможность привлечения этого источника финансирования инвестиционной стратегии²⁴.

3. Государственное участие в инвестиционной деятельности предприятий

Долгосрочное бюджетное финансирование государственных программ, связанных с крупным промышленным и инфраструктурным строительством, в годы кризиса существенно поддержало их участников: к примеру, компания «Титан-2» (модернизация Ленин-

градской атомной электростанции) удвоила выручку; НПО «Мостовик» (мост на Дальнем Востоке и инфраструктура в Сочи) увеличило выручку на 83,1% [47, с. 96]. Государственными усилиями остановлена деградация авиастроения – отрасль получила инвестиции, необходимые для освоения новых технологий, но долгосрочных средств не хватает, они расходуются не продуктивно: отставание по всем типам самолетов составляет, по сравнению с планом, от трех до десяти раз [47, с. 126]. Участия государства в финансировании авиационной или электронной промышленности недостаточно для подъема и модернизации высокотехнологического сектора – он остается недоинвестирован по сравнению с объективной потребностью в замене оборудования. Для этого нужны коллективные инвестиции с привлечением крупных институциональных инвесторов:

- пенсионных фондов;
- страховых компаний;
- фондов прямых инвестиций.

Государственная поддержка инвестиционной деятельности предприятий не ограничивается правовым регулированием или прямым бюджетным финансированием, она осуществляется также в рамках федеральных целевых программ (ФЦП)²⁵ и в различных формах государственно-частного партнерства (ГЧП), основанных на взаимодействии государства и бизнеса и смешанном финансировании инвестиций²⁶.

- Финансирование проектов из Инвестиционного фонда: софинансирование на договорных условиях; предоставление государственных гарантий; направление средств в уставные капиталы юридических лиц. В настоящее время оно ограничено.
- Привлечение инвестиций на основе концессионных соглашений: государство предоставляет право инвесторам вести приносящую доход деятельность, выполнять работы и оказывать услуги с использованием объектов инвестиций, находящихся в государственной собственности. В настоящее время не распространено.
- Особые экономические зоны (ОЭЗ) с благоприятным режимом для бизнеса, ориентированного на развитие высокотехнологичных отраслей и производство новых видов продукции. Режим наибольшего благоприятствования создан в технико-внедренческих ОЭЗ (Москва, Дубна, Санкт-Петербург, Томск): льготные условия предоставления в аренду недвижимого имущества, пониженные ставки единого социального налога. Деятельность предприятий ограничена сроком 20 лет.
- В технопарках функционируют объединения предприятий высокотехнологичных отраслей, занимающихся нано-, био-, информационными и другими технологиями; научные организации; учебные заведения, а также бизнес-инкубаторы, реализующие венчурные проекты; другие предприятия и организации (информационно-технологические, финансовые, маркетинговые, юридические, др.), обслуживающие технологические отрасли.

²⁵ Финансирование в рамках ФЦП составляет особую часть инвестиционных расходов: включение в состав ФЦП предопределено государственной стратегией и системой государственных приоритетов, в связи с этим такой вид долгосрочных ресурсов рассматривается в модели финансовых источников инвестиционной стратегии предприятия как экзогенный параметр, который нуждается не столько в оценке и (или) прогнозе, сколько в итеративном согласовании с избранными направлениями инвестиций предприятия на заключительной стадии стратегического процесса. Исходя из масштабов финансирования, для ряда субъектов такой источник является чрезвычайно значимым, не соизмеримым с другими в структуре денежных средств.

²⁶ Для анализа форм ГЧП, помимо законодательных материалов, использована работа [20].

²³ Источник: воспроизведено по [33, с. 116].

²⁴ К примеру, отмена ускоренной амортизации первой-третьей амортизационных групп оборудования уже вызвала негативные последствия, а планируемая Министерством финансов РФ отмена ускоренной амортизации остальных групп сократит рынок в разы и лишит возможности модернизировать до предела устаревшие фонды.

- Государственные корпорации:
 - российская корпорация нанотехнологий «Роснано-тех» создана в целях поддержки стратегии развития nanoиндустрии на основе ГЧП;
 - госкорпорация «Ростехнологии» включает 400 технологических машиностроительных компаний и на особой организационной основе может служить инструментом активизации машиностроения и его возрождения с государственным участием. Однако инвестиционные возможности в полной мере пока не реализованы;
 - ОАК и ОСК, созданные для повышения конкурентоспособности российского авиа- и судостроения, возможно, из-за организационного несовершенства не проявляют высокой результативности и инновационной активности;
 - госкорпорация «Росатом» производит 40% электроэнергии в Европейской части РФ; включает 250 предприятий и научных организаций, участвующих в рамках ФЦП в наиболее крупных инвестиционных проектах развития атомной промышленности;
 - Банк развития создан в 2007 г. как специализированный институт развития инноваций в форме государственной корпорации, однако его главная функция – финансирование инновационной деятельности – размыта во множестве прочих функций.
- Российский фонд технологического развития (РФТР) и система внебюджетных фондов финансирования науки и инноваций формируются за счет средств федеральных органов исполнительной власти и коммерческих организаций, а также внебюджетных отраслевых и межотраслевых фондов финансирования научных исследований и экспериментальных разработок. Однако в последние годы они функционируют неэффективно, и рассчитывать на их финансовую поддержку рядовым предприятиям не приходится: число финансируемых ими организаций и налоговые льготы, предусмотренные этими фондами, незначительны; нормативная база деятельности фондов несовершенна, а принятые подзаконные акты во многом не соответствуют действующему законодательству РФ.
- Система государственного заказа предназначена для поддержки выпуска передовой научно-технической продукции для государственных нужд.

В условиях неустойчивости финансового состояния трети российских предприятий и недостаточности залоговой базы государственное поручительство по кредитам МП и государственные гарантийные фонды представляются самыми действенными формами стимулирования инвестиционной деятельности малого и среднего бизнеса. В настоящее время такие фонды действуют в 40 субъектах РФ; они финансируются из федерального и регионального бюджетов. Поддержка предусматривает не прямые вложения, но помощь в обеспечении банковских кредитов.

Субвенции (субсидии на безвозмездной и безвозмездной основе) предоставляются в нескольких регионах страны при условии долевого софинансирования за счет бюджета и собственных средств МП на конкурсной основе – на компенсацию затрат [33]:

- связанных с предоставлением поручительства государственным гарантийным фондом;
- на покупку и модернизацию основных средств предприятия;
- процентов по кредиту – преимущественно производственным предприятиям;
- на подключение к электрическим сетям – преимущественно, производственным и приоритетным для города предприятиям;
- на создание start-апов – при условии финансирования на 50% из собственных средств (это один из немногих способов привлечения внешних источников для новых производств);
- молодым предпринимателям и молодежным коллективам на развитие приоритетных для Москвы видов малого бизнеса и на создание start-апов.

4. Венчур

Это своеобразный вид инвестирования, обычно в новые высокотехнологичные компании, чаще – в МП: в акционерный капитал, в акции, не котирующиеся на бирже, т.е. это своеобразный заем новым компаниям, подобный долгосрочному кредитованию, но без гарантий и в расчете на более высокий прирост (в 5-10 раз за пять-семь лет). Венчурные инвестиции основаны на принципах поэтапного финансирования, «через капельницу» – в зависимости от результата предыдущей стадии развития предприятия.

На стадии построения стратегии на венчурное финансирование могут рассчитывать быстро растущие компании, «молодые газели» и существующие предприятия в случае значительного расширения или создания новых передовых производств. В отличие от стратегического инвестора, доля венчурного капитала в структуре капитала чаще всего невысока.

Несмотря на законодательную неопределенность в отсутствии нормативно-правовой базы деятельности, регулирующей венчурное финансирование, в РФ много венчурных компаний, созданных в том числе при участии государства и финансирующих сложные высокорисковые, как правило, инновационные проекты молодых фирм, в их числе:

- ОАО «Российская венчурная компания» (РВК), созданная за счет капитала Инвестиционного фонда РФ (основные вложения – в медицину и здравоохранение и энергетику), и созданные с участием средств РВК семь венчурных фондов ранней стадии;
- региональные венчурные фонды (22), организованные на основе ГЧП на базе РВК при участии Министерства экономического развития РФ (основные вложения – информационно-компьютерные технологии, ИКТ);
- ООО «Фонд посевных инвестиций Российской венчурной компании» (ООО «ФПИ РВК»), созданный для инвестирования инновационных компаний ГЧП с высоким потенциалом роста, в которых доля частных вложений не менее 25%;
- Биофармацевтический кластерный фонд (БиоФонд РВК) и Фонд инфраструктурных инвестиций (ИнфраФонд РВК), созданные в июне 2010 г. на базе РВК с целью инвестирования в инновационные сервисы, а также консалтингового сопровождения;
- RUSSIAN VENTURE CAPITAL I LP (Великобритания), дочерний специализированный венчурный фонд РВК, созданный в апреле 2010 г. с целью присоединения к международному альянсу инвесторов Bright Source Energy Inc.;
- RUSSIAN VENTURE CAPITAL II LP, сформированный в июне 2010 г. за счет капитала «ОАО РВК» с целью присоединения к ведущим международным фондам поздней стадии и сделкам, которые можно тиражировать в России, а также – для привлечения зарубежных инвестиций;
- ОАО «Российский инвестиционный фонд информационно-коммуникационных технологий», деятельность которого направлена на поддержку ИКТ;
- Московское Агентство по развитию инновационного предпринимательства, которое субсидирует МП и доводит его от start-апа до IPO;
- Санкт-Петербургская организация бизнес-ангелов [26];
- Российская ассоциация прямого и венчурного инвестирования (РАВИ), содействующая становлению и развитию рынка прямых и венчурных инвестиций в РФ и формированию благоприятного политического и предпринимательского климата для инвестиционной деятельности (подробнее см. <http://www.rvca.ru>).

Бурно развивавшееся в 2004-2007 гг. венчурное финансирование заметно снизило темпы в кризисный период 2008-2009 гг. Однако, несмотря на явное снижение привлечения капитала в 2008-2009 г., сокращение

числа фондов (на 12 в 2009 г.; на семь – в 2008 г.), снижение общей суммы сделок втрое (до 507 млн. долл.), уменьшение объема рынка капитала приблизительно на 443 млн. долл. (рис. 13), перспективы развития российского рынка прямых и венчурных инвестиций связаны с планируемым выводом новых фондов.

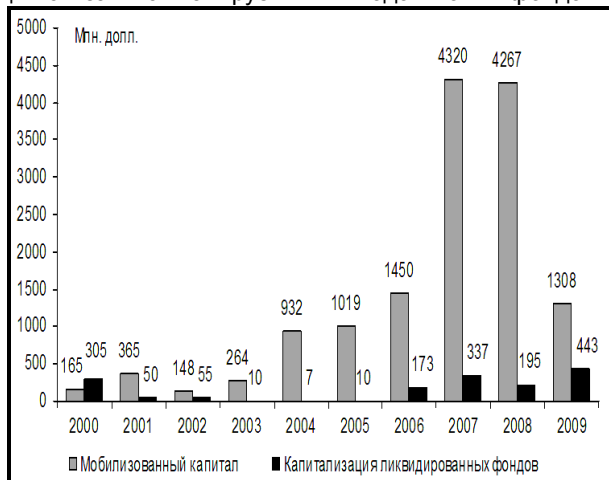


Рис. 13. Капитализация венчурных фондов и фондов прямых инвестиций в РФ (источник: [37, с. 5])

В 2009 г. в РФ было 162 фонда прямых и венчурных инвестиций, 105 управляющих компаний. Концентрация капитала высокая: на 20 крупных управляющих компаний (19%) приходится 72% средств [37].

По оценкам РАВВИ, общий объем венчурных инвестиций составил:

- в 2009 г. – 1 млрд. долл. (1/8 всех инвестиций в экономике РФ);
- в 2008 г. – около 1,5 млрд. долл.;
- в 2007 г. – 1 млрд. долл.;
- в 2006 г. – 650 млн. долл. [37, с. 15].

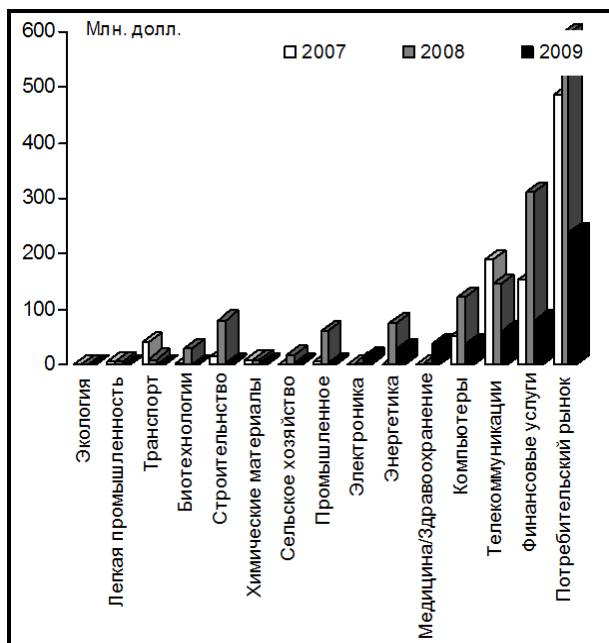


Рис. 14. Распределение венчурных инвестиций по видам деятельности в РФ (источник: составлено по данным [37, с. 29])

Отраслевое распределение венчурных инвестиций крайне неравномерно, в том числе в динамике. Преимущественные вложения сделаны в отрасли потребительского рынка, а также в ИКТ и финансовый сектор (где окупаемость выше) – в целом, 80% вложений (рис. 14).

Относительным постоянством в привлекательности отличается отрасль телекоммуникаций, компьютеров и Интернет. Несмотря на перспективность высокотехнологичных отраслей медицины, биотехнологий и др., значимость фактора окупаемости снижает интерес инвесторов к этим производствам с длительным циклом инвестирования и повышением рисков в связи с ростом финансово-экономической нестабильности в условиях кризиса. Эти же факторы повлияли на снижение среднего размера сделки:

- 7,4 млн. долл. в 2009 г.;
- 12,3 млн. долл. в 2008 г. [37, с. 28].

В структуре капитала преобладают зарубежные источники – в основном, институциональные инвесторы. Привлечение российских источников затруднено, в динамике их структура неустойчива, но все-таки, с поправкой на нераскрытую информацию, преобладает частный капитал, хотя в 2009 г. бюджетные средства составили почти треть, а доля институциональных инвесторов, включая институты развития с поступлением государственных средств, составила 27% [37, с. 9].

В территориальном распределении венчурных вложений преобладают ЦФО и СЗО.

Стабилизирующую роль венчурного инвестирования в новые производства в период кризиса исполнили фонды, созданные в рамках ГЧП. Относительное и временное увеличение венчурных вложений на начальных стадиях финансирования (в большей части, при участии РВК) – с 11% в 2008 г. (профинансировано 67 компаний) до 24% в 2009 г. (48 компаний) – вызвано снижением объемов сделок на поздних этапах, расширения и реструктуризации, которые преобладают в общем объеме инвестиций:

- 89% в 2008 г. (53 компании);
- 76% в 2009 г. (21 компания) (рис. 15).

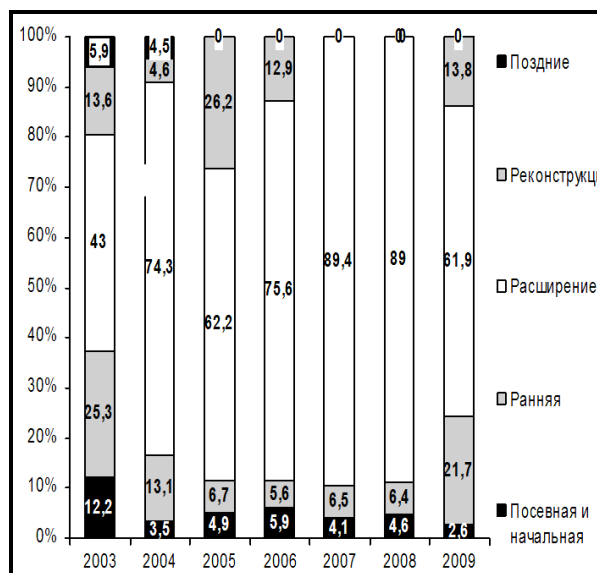


Рис. 15. Распределение вложений по стадиям инвестиционного цикла в РФ (источник: [37, с. 34])

Проблемы низкой венчурной активности на ранних стадиях связаны с ростом рисков в условиях законодательной неопределенности, отсутствия стимулов, неподготовленности менеджмента, в частности, обосновать стратегию и создание стартапов.

Для облегчения выхода проинвестированных компаний на рынок существенное значение имеют условия институциональной среды. В настоящее время преобладает выкуп стратегическим инвестором; выкуп менеджментом не част; в 2008-2009 гг. размещения IPO не были зафиксированы, однако изменение ситуации ожидается в связи с созданием нового биржевого сектора ММВБ «Рынок инноваций и инвестиций (РИИ)», открывающий достаточно широкие перспективы для малого и среднего бизнеса [36].

Во множестве проблем развития венчурной индустрии в РФ исследование РАВИ выявило «отсутствие механизма посевого инвестирования как способа, позволяющего подготовить инновационный проект к последующим фазам инвестирования» [37, с. 48]. В связи с этим предприятию, предполагающему воспользоваться венчурным источником, нужно соблюдать условия инвестирования из соответствующего фонда, к примеру:

- доступ к инновационным проектам (каналы к научно-исследовательским институтам, вузам, Российской Академии наук, ОЭЗ);
- наличие специалиста в области венчурного инвестирования;
- способность к покрытию операционных издержек;
- необходимое качество проекта;
- не менее 25% частного капитала.

5. Иностранные инвестиции

Институциональные особенности и инвестиционный климат существенно определяют количество и качество иностранных вложений. В настоящее время в РФ они таковы, что поступает, в основном, спекулятивный капитал и капитал, прошедший через офшоры. Характер российского финансового рынка обусловил привлечение краткосрочного и торгово-посреднического капитала.

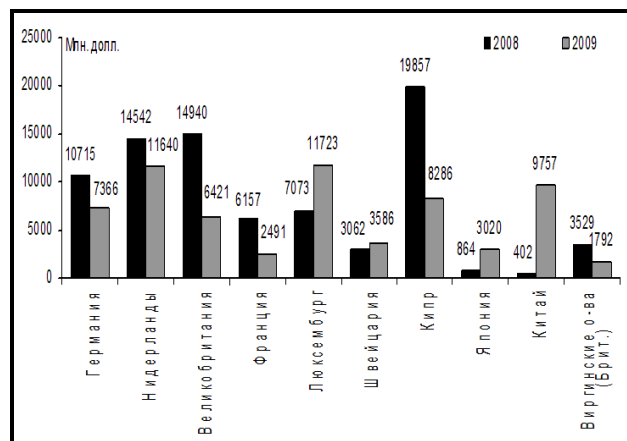


Рис. 16. Динамика иностранных инвестиций в РФ в период кризиса (источник: Росстат)

В период кризиса поступление инвестиций практически от всех зарубежных инвесторов резко сократилось (рис. 16). В 2009 г. общая сумма составила 81,9 млрд. долл., т.е. 30% общих инвестиций. В структуре иностранного капитала продолжается тенденция снижения удельного веса прямых иностранных инвестиций (ПИИ), которая в кризис еще более усилилась:

- в 1995 г. – 67,7%;
- в 2000 г. – 40,4%;
- в 2004 г. – 23,3%;
- в 2007 г. – 23%;
- в 2009 г. – 19,4%²⁷.

Невысокий размер ПИИ и высокая доля прочих, в основном, краткосрочных торговых кредитов и посреднических вложений (79,5% в 2009 г.), не позволяют отечественным предприятиям рассчитывать на полноценное участие иностранных инвесторов в капитальном строительстве в РФ. Доля портфельных инвестиций незначительна (1,1%).

Интересы иностранных инвесторов сконцентрированы:

- в добывающих отраслях (12,6%);
- торговле и ремонте (23%);
- транспорте и связи (4,7%);
- недвижимости (9,7%);
- финансовой деятельности (4,8%) (рис. 17).

В обрабатывающие виды деятельности, в целом, в 2009 г. направлено 27,1% иностранного капитала, в составе которого наибольший удельный вес занимает металлургия (5,5%) и производство транспортных средств и транспортного оборудования (3,2%)²⁸. Удельный вес других видов экономической деятельности традиционно занимает по 0,5-2% от общего объема поступивших иностранных инвестиций.

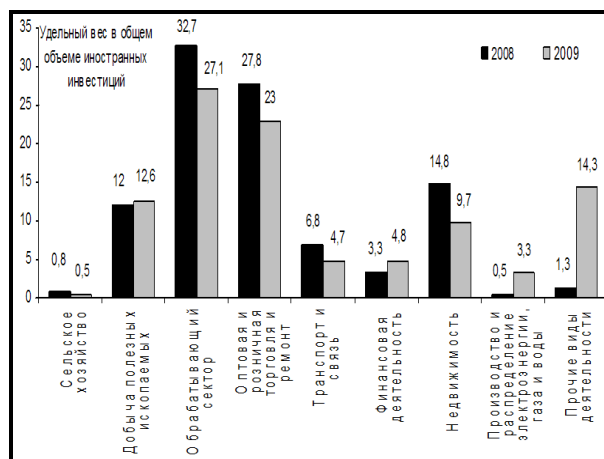


Рис. 17. Изменение отраслевой структуры иностранных вложений в РФ за 2008-2009 гг. (источник: составлено по данным Росстата)

Привлекательность регионов РФ и их инвестиционный климат заметно влияет на неравномерность территориального распределения иностранных инвестиций (рис. 18).

Распределение иностранных инвестиций в пределах отдельных округов еще более неравномерно, что определяется не только качеством инвестиционной среды и привлекательностью конкретных объектов вложений, но доступом к административным ресурсам.

Приток внешних инвестиций чрезвычайно важен для обновления производств, так как, как правило, он связан с введением новых технологий в производстве и управлении. Вместе с этим, значительное иностранное участие повышает неопределенность среды и риски

²⁷ В 2009 г., по данным Росстата, объем ПИИ сократился на 11,121 млрд. долл. [41].

²⁸ Удельный вес иностранных вложений в обработку отличается особой неустойчивостью даже вне связи с современным кризисом. Так, в 2003 г. он составлял 22%; в 2005 г. – 33,5%; в 2006 г. – 27,5%; в 2007 г. – 26,4%.

национальной финансовой системы: чувствительность этого вида финансового источника к инвестиционной среде еще более дестабилизирует экономику, вызывая в кризисных условиях отток иностранного капитала и из реального сектора, и из страны.

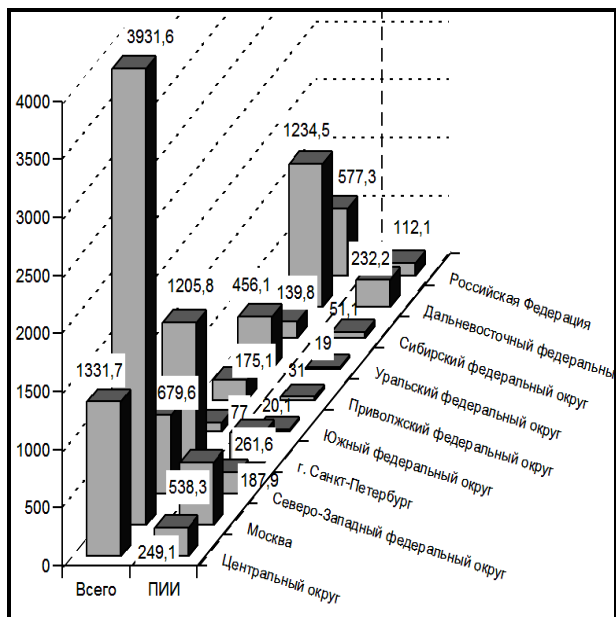


Рис. 18. Иностранные инвестиции в регионы РФ в 2009 г. (на душу населения, долл. США)

Сложившиеся тенденции изменения объема и структуры иностранных инвестиций, объектов вложений указывают хозяйствующим субъектам на потенциальные возможности привлечения этого финансового источника их инвестиционных стратегий. При этом состояние инвестиционного климата существенно определяет стратегии всех участников.

6. Внутренний инвестиционный потенциал развития организаций – собственные средства и компетенции

Ограниченность внутренних возможностей предприятий связана не только с современным кризисом. Отсталость материально-технической базы и критический износ основных фондов требует повышенных вложений, но финансовое состояние большинства предприятий настолько слабо, что значительная их часть даже не вовлечена в финансовые рыночные отношения. Узость залоговой базы, высокий процент годовых, трудности обособления займа, жесткость банковских требований и другие ограничения явились непреодолимым препятствием для многих несостоявшихся заемщиков (см. рис. 7-9). Вместе с этим, собственных средств в основном хватает только для простого воспроизводства и возмещения выбытия физического износа: из года в год эти направления инвестирования в качестве основных называют подавляющее большинство опрошенных Росстатом российских организаций (64% в 2009 г.). На практике собственные средства целиком расходуются на те объекты инвестирования, под которые нельзя заключить кредитные сделки.

При условии грамотного финансового менеджмента значительный недостаток материальных средств в таких условиях может быть компенсирован интеллектуальными способностями и компетенциями предприятия:

за счет умелой организации производства, поставок, продаж, инновационных подходов к управлению и распределению активов [11, 13]. Т.е. реалистичная оценка внутренних ресурсов не ограничивается учетом количества и качества материальных активов, но включает их нематериальную составляющую, все компетенции и способности организации.

Институциональные проблемы финансирования инвестиций

К рассмотренному выше ряду ограничений, противоречий и несовершенств законодательного обеспечения инвестиционной деятельности следует добавить другие препятствия в финансировании инвестиций на основе лизинговых операций, венчурного финансирования и других форм привлечения долгосрочных средств.

Налоговые ограничения модернизации и инвестиционной деятельности. Дифференциация налогов, зависящая от стоимости имущества, не ориентирует предприятия на покупку дорогого оборудования: не секрет, что в том числе, и по этим причинам его часто покупают на вторичном рынке (по данным Росстата, 18% организаций в 2009 г.).

Несоответствие налогового законодательства правовым основам кредитования инвестиционной и инновационной деятельности препятствует стратегическому планированию привлечения источников долгосрочных вложений и снижает стимулы к инновациям. К примеру, меры стимулирования инноваций, предусмотренные в Налоговом кодексе РФ – снижение отчислений от прибыли, свободные экономические зоны, освобождение новаторов от налога на добавленную стоимость, ускоренное списание расходов на НИОКР с коэффициентом 1,5 и др. – не всегда реализуемы на практике, поскольку ограничены специальными требованиями Федерального закона №127-ФЗ [4], требующего многочисленных документальных подтверждений, обоснований расходов на инновации и их экономической целесообразности, регистрации НИОКР и их результатов, что серьезно затрудняет получение льгот и сдерживает инвестиции в обновление производства и технологии, так как на начальной стадии сложно собрать необходимые данные.

Влияние структурной деформации экономики на инвестиционный потенциал

Современные экономические особенности финансовой мобилизации существенно обусловлены влиянием сырьевой специализации страны на ее инвестиционный потенциал: структурная деформация экономики повышает риски и формирует бюджет в зависимости от уровня цен и объема энергоэкспорта. Из-за падения цен на энергоносители РФ вошла в число 15 стран, наиболее пострадавших от современного кризиса: произошла девальвация валюты, отток иностранного капитала, сокращение потребительского и инвестиционного спроса. Доля нефтегазовых доходов в государственном бюджете упала с 43% в 2008 г. до 30,6% в 2009 г. [1]. С одной стороны, сырьевая ориентация страны в условиях деформированной системы распределения, даже в случае благоприятной конъюнктуры, снижает стимулы к инновационной трансформации производства и поддерживает растущие структурные диспропорции. С другой стороны, доступность энергии и природная рента приносят РФ дополнительные ди-

виденды и открывают широкие возможности для развития как производственного, так и человеческого потенциала. Однако лидирующие позиции РФ в мировом производстве первичной энергии (11,5%) не обеспечивают соответствующий приток средств и устойчивый рост экономики:

- во-первых, по причине высокой энергоемкости ВВП, превышающей уровень стран Северной Европы и Канады в 1,5-2,5 раза [22];
- во-вторых, из-за искаженной системы распределения и перераспределения энергетических доходов – не в пользу технологического возрождения страны: национальная рента оседает в иностранных банках и поддерживает заокеанскую экономику. Дефицит бюджета, корпоративный и государственный долг (размер последнего запланирован:
 - до 4,4% от ВВП на 2010 г.;
 - до 5,8% – на 2012 г. [5]) – все это усиливает финансовую нагрузку на экономику, снижает возможность консолидации средств для социального и технологического развития РФ.

По этим и другим причинам финансовые расходы на модернизацию и инновации в экономике ограничены. Так, удельный вес затрат на модернизацию составляет 20% финансовых средств, в то время как на эти цели требуется до 30%; доля затрат на инновации составляла 0,5% от народнохозяйственного оборота, втрое меньше западных экономик, но в период кризиса и эта мизерная доля снизилась до 0,2% [47, с. 97].

РЕЗЕРВЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ МОДЕРНИЗАЦИИ РОССИЙСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ

Внутренние резервы – бережливое производство и новое стратегическое мышление

Внутренние резервы финансового обеспечения инвестиционной стратегии заключены в экономии на издержках и рациональной аллокации активов предприятия, что позволит ему найти способы эффективного использования высвободившихся ресурсов.

Успехи многих зарубежных компаний, в частности, Toyota, связаны с применением методологии бережливого мышления [17]. Методология бережливого производства включает осознанное формирование комплекса полезных воздействий принимаемых решений на экономию ресурсов в масштабах данного экономического объекта, на совершенствование его организационного строения, на благоприятное состояние его внешней среды, а также – рациональные способы включения объекта в эту среду. Бережливое мышление мобилизует скрытые резервы в сфере организации производства и управления. Использование методов бережливого производства предполагает принципиально новый, творческий подход к выбору решений в области организации производства и управления на предприятии.

В российской практике есть примеры мобилизации внутренних резервов. По опыту передовых предприятий, энергосбережение в машиностроении экономит до 5-8% себестоимости. Так, за 2009 г. в ОАО «Русские машины» на этом сэкономлено 500 млн. рублей, или более 6% энергозатрат [19]. Рациональное управление активами дало возможность компании «Пепсико» (PepsiCo) перераспределить средства, изменить маркетинговую стратегию и найти альтернативные источники финансирования

НИОКР, направив рекламные затраты вместо спортивного спонсорства на идеи и изобретения.

В составе непроизводительных затрат хозяйствующих субъектов значительную часть составляют издержки, связанные с несовершенством институциональной и даже шире – общественной среды функционирования предприятий, в настоящее время не располагающей к модернизации и инновациям, более того, к прогрессивным долгосрочным решениям. Как показывает практика, размер таких расходов соизмерим с ценой модернизации.

Компания «Интерскол», ведущий российский разработчик и производитель электроинструмента, за два года в результате продуманной стратегии распределения активов и приобретений двух европейских фирм с уникальным оборудованием достигла мирового уровня производительности, увеличила оборот со 140 млн. долл. до 170 млн. долл., заняла нишу профессионального инструмента на западном рынке и сейчас рассчитывает снизить его себестоимость на 10-15% ниже европейского за счет грамотного распределения функций между своими международными активами. За счет революционных нововведений удалось принципиально улучшить качество продукта, сделать его более долговечным и на 15-20% более электроэкономичным и в 2011 г. претендовать на мировое лидерство по объему продаж одного из видов инструмента (подробнее см. Эксперт. – 2010. – №39. – С. 60-66).

А теперь о цене вопроса микро-модернизации. Урок из этого мастер-класса повышения конкурентоспособности российского высокотехнологичного производства на микроуровне для регулятора экономики таков. Бухгалтерия одной из двух сделок показывает, что непроизводительные расходы «Интерскола» на доставку, таможенную очистку, ремонт и монтаж задержанного на два месяца и поврежденного на таможне груза составили 2,3 млн. евро (более 85% стоимости всего приобретения), из которых затраты на доставку составили более 700 тыс. долл. (500 тыс. евро). Тогда получается, что оценка таможенных барьеров для отдельно взятой модернизации превышает 1,8 млн. евро, т.е. почти 56% от цены покупки с учетом транспортировки.

В итоге структура общих издержек выглядит следующим образом:

- стоимость оборудования – 54%;
- транспортировка – 10%;
- таможенная очистка, ремонт и монтаж поломанного в процессе доставки оборудования – 36%.

В связи с этим в механизмах формирования инвестиционной и инновационной стратегий предприятия следует в оценке стоимости привлекаемых источников инвестиций выделять и оценивать особый вид затрат – адаптационные издержки, сопутствующие долгосрочным вложениям. В отличие от платы за риск, который предусмотрен в соответствующих ставках доходности и учитывается с помощью специальных расчетов [15, 29], адаптационные издержки нельзя рассматривать как затраты, связанные с неопределенностью ситуации, так как это не всегда так: напротив, чаще всего барьерные ограничения вполне ожидаемы, и сумма затрат на их преодоление известна заранее (как в случае взятки). Адаптационные издержки включают расходы, потраченные на преодоление ограничений, связанное с адаптацией экономического объекта к таким условиям среды его функционирования, которые в отсутствие ряда необходимых норм и регламентов препятствуют прогрессу

сивным новациям и характеризуются несовершенством институтов, несоответствием общественным ожиданиям и даже противоречиями законодательству, другими обстоятельствами, провоцирующими на дополнительные, сверхнормативные затраты.

В рассмотренном выше примере адаптационные издержки составляют львиную долю затрат – почти треть всех вложений в модернизацию. В зависимости от предмета затрат такие издержки могут быть нескольких видов: организационные, экономические, технико-технологические и другие; при этом в форме затрат могут выступать деньги, время, силы, другие виды расходов. Все они должны быть учтены при выборе финансовых источников инвестиционной стратегии предприятия. Где источник их покрытия?

Резервы макроэкономики – системное преобразование общественной среды

1. Совершенствование институтов финансовой поддержки модернизации включает повышение сбалансированности правовых основ инвестиционной и инновационной деятельности, что позволит согласовать законодательные основы заимствования средств и формирования финансового обеспечения перевооружения производства и перехода к новым технологиям и тем самым расширить финансовые возможности бизнеса. Модернизация правовой и институциональной среды предполагает несколько направлений ее развития:

- системное развитие инфраструктуры инвестиционной деятельности;
- создание институтов развития на региональном уровне;
- регулирование действующих и законодательная поддержка новых институтов финансирования инвестиций:
 - паевых инвестиционных фондов;
 - оперативного лизинга;
 - венчурных фондов;
- регулирование налогов, транспортных и таможенных тарифов на нововведения и приобретение новейших технологий и оборудования;
- регламентация условий для привлечения средств и финансирования нововведений, что сократит путь к радикальной модернизации не только крупного бизнеса, но мелких и средних предприятий, для которых «цены модернизации» пока неподъемны;
- создание сбалансированной нормативно-правовой базы для развития и регулирования лизинговых отношений; сохранение амортизационных льгот и других налоговых стимулов в условиях лизинговых сделок;
- развитие государственного лизинга, необходимость которого обусловлена сложной экономической ситуацией в стране, финансовыми трудностями хозяйствующих субъектов в обновлении производства, быстрой изменчивостью спроса и повышением требований к качеству продукта (выгоды государства здесь обеспечены принципами возвратности средств и эффектами от целенаправленных нововведений в экономике);
- расширение государственных гарантий по кредитам в модернизацию и инновации;
- перспективы институтов развития на базе взаимодействия с вузовской наукой предусматривают наиболее эффективное использование средств на инновации с минимальным риском (постановление Правительства РФ №218 [8]);
- РФТР – это одна из немногих специализированных структур, осуществляющих профессиональный отбор и финансирование научно-технических и инновационных проектов, поэтому потенциал системы внебюджетных фондов может и должен быть использован по назначению – при условии организационного и нормативно-правового обеспечения их участия в инвестировании экономики.

2. Дебюрократизация экономики и антикоррупционные меры на всех уровнях ее иерархии – наиболее эффективный способ финансовой консолидации: вклад в бюджет модернизации, по экспертным оценкам, может составить от 3% до 10% от ВВП.

Программа мер включает:

- введение регламентов;
- распределение благ по принципам непосредственной зависимости доходов чиновников и госаппарата от результатов их труда и вклада в общественную эффективность;
- мобилизация на инвестиции и инновации внутренних ресурсов, расходуемых впустую (на взятки);
- повышение уровня доверия в экономике, способствующее улучшению договорных отношений экономических агентов и расширению финансовой поддержки модернизации.

3. Системная модернизация кредитно-финансовой сферы предусматривает радикальные преобразования ее ключевых подсистем, в том числе, в направлении улучшения финансового наполнения инвестиционных процессов:

- завершение реформирования пенсионной системы, системы страхования; стимулирование крупных институциональных инвесторов для выхода на рынок капитала; эффективное использование их средств для инвестирования в реальный сектор экономики;
- создание в Москве международного финансового центра на условиях развитого законодательного обеспечения всех видов привлечения крупных стратегических инвесторов;
- формирование сильных экспортно-импортных институтов поддержки бизнеса;
- двухуровневая организация банковского сектора, способствующая созданию в кредитной сфере здоровой конкурентной среды и облегчающая внутренний межбанковский перелив капитала;
- стимулирование внутреннего рынка корпоративных облигаций (при условии рыночной ликвидности);
- увеличение их дюрации до европейского уровня (два года);
- улучшение структуры депозитов населения в сторону увеличения доли долгосрочных депозитов к 2015 г. до 20% и среднесрочных депозитов – до 80%;
- развитие секьюритизации активов и ее законодательное регулирование, что в современных условиях большой задолженности предприятий представляется современным способом снижения затрат по обслуживанию долга и значительным резервом длинных денег для инвестиций²⁹.

Таким образом, прогнозные оценки возможностей экономики в финансовом обеспечении инвестиций основаны на результатах анализа условий и закономерностей формирования инвестиционных ресурсов в современной России с использованием данных официальной статистики (Росстата), а также результатов расчетов и экспертных оценок, в которых учтены тенденции изменения общественной среды в процессе ее трансформации, потенциальные возможности и внутренние резервы экономических агентов. Полученные оценки используются при формировании стратегии предприятия – в блоке 2 в модели финансовых источников инвестиций.

²⁹ Новая форма инвестирования, распространенная на мировом финансовом рынке с 1980-х гг. и до сих пор не получившая в РФ законодательного признания, представляет собой превращение нерыночных активов, чаще всего обязательств должника, в рыночные активы – ценные бумаги. Специальная финансовая техника помещает обязательства должника «в готовую инфраструктуру фондового рынка и в конечном счете делает ... экономику более гибкой и эффективной. По сути, это одна из форм реструктуризации задолженности предприятия. Секьюритизация позволяет ... собрать определенную сумму наличности, что улучшает ликвидность активов (организации)» [42, с. 31-32].

МЕТОДЫ ОЦЕНКИ И СОГЛАСОВАНИЯ ФИНАНСОВЫХ ИСТОЧНИКОВ ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТРАТЕГИИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Эконометрические и другие методы оценки финансовых источников инвестиций

В современных экономических исследованиях получен ряд результатов моделирования финансовых источников инвестиций в российских условиях.

В Государственном университете – Высшей школе экономики на основе регрессионного анализа проведены и обоснованы гипотезы:

- о связи внешних заимствований и нескольких типичных характеристик небольших предприятий: размер, организационная форма, эффективность, структура собственности;
- о связи заимствования у крупного кредитора – Сбербанка РФ – и нескольких признаков сильных влиятельных компаний: особые отношения с властями, работа на конкурентных рынках, наличие экспорта, вложения в оборудование [39].

С использованием некоторых выводов, полученных в Институте народнохозяйственного прогнозирования Российской Академии наук, в работе [34] обоснована регрессионная зависимость размеров инвестиций за счет банковских кредитов от общего объема банковского кредитования, объема основных фондов и их предельной доходности, рассчитанной на основе производственной функции. Доказана пригодность модели в целях прогнозирования инвестиций из кредитных источников.

В Центральном экономико-математическом институте Российской Академии наук в работе [9] предложены кластерные подходы и проектные принципы определения объемов и направлений государственной финансовой поддержки инноваций на уровне предприятий в региональном аспекте в зависимости от эффективности создаваемого кластера. В основе подхода, с одной стороны, экономико-математические методы оценки ожидаемого и фактического вклада кластера предприятий реального сектора в совокупный общественный результат; с другой стороны, анализ и обоснование инвестиционной обеспеченности модернизации и возможности финансовой поддержки развития кластеров на конкурентной основе.

В силу особенностей финансового наполнения инвестиций в российской экономике методы простой экстраполяции размеров финансирования инвестиционной деятельности не всегда подходят. Процедуры идентификации финансового потенциала национальной экономики и возможности иностранных заимствований основываются на аналитических оценках каждого вида источника долгосрочных средств, прогнозировании ценностных факторов модернизации, финансовых резервов и тенденций дальнейшего реформирования мезо- и макросреды функционирования исследуемого предприятия; они учитывают его региональную и отраслевую специфику, финансово-экономическую устойчивость, эффективность и другие характеристики и способности, важные для мобилизации средств реализации инвестиционной стратегии. Комплекс процедур анализа, в котором один метод дополняет другой, дает наиболее реалистичное представление о потенциале ситуации и возможностях финансирования.

Следует также учесть, что в российской экономике происхождение текущего дефицита бюджета не столько в сырьевой направленности экономики и колебаниях конъюнктуры, сколько в системных структурных диспропорциях, поэтому в такой экономике возможности привлечения средств существенно сужены макроэкономическими ограничениями, условиями нестационарности. В этом случае неизбежны рестриктивные меры экономической политики, вытеснение частных инвестиций государственным долгом, рост процентных ставок, снижение гибкости фискальной системы. В связи с этим прогнозные оценки ликвидности в экономике, основанные на мировых тенденциях изменения сырьевых цен, могут быть не точны. Представляется, что они должны быть основаны на ряде гипотез о развитии инфляции, принципах монетарного регулирования, политике оплаты труда и распределения доходов, социальных расходах, темпах роста ВВП, ориентирах налоговой политики, государственных приоритетах в ФЦП, развитии бюджетных отношений с регионами.

В основе кредитных отношений, при прочих равных условиях, в конечном итоге финансовая результативность предприятия и стоимость кредита непосредственно связаны с эффективностью его активов, которые, как правило, служат залогом выданной ссуды.

В распределении бюджетного финансирования велика роль государственных и региональных приоритетов и избирательной поддержки предприятий.

Для иностранных инвесторов привлекательность национальной экономики существенно определяется состоянием инвестиционного климата и меняется вместе с ним.

Принципиальная схема согласования моделей инвестиций и их финансовых источников в механизмах формирования стратегии предприятия

В механизмах формирования комплексной стратегии предприятия построение инвестиционной и финансовой стратегий взаимосвязано. Финансовые источники влияют на структуру и качество инвестиций; концепция стратегии и предпочтения вложений определяют ограничения модели финансовых источников и уровень рисков, что зависит от финансового состояния объекта. (Критическая необходимость замены изношенной техники и оборудования по-прежнему остается приоритетом долгосрочных вложений.)

На заключительной стадии стратегического процесса в целях принятия сбалансированных инвестиционных решений следует согласовать направления инвестирования, составившие содержание концепции инвестиционной стратегии предприятия, и оценки ее возможного финансового обеспечения, полученные в модели финансовых источников.

Базисный принцип формирования и согласования частных финансовой и инвестиционной стратегий связан с различием и единством принимаемых решений. С одной стороны, в аспекте финансовых источников структура инвестиций обусловлена финансовой стратегией предприятия, его финансово-экономическим состоянием, результативностью производственно-хозяйственной деятельности в реализации текущей и прошлых стратегий; с другой стороны, области допустимых инвестиционных и финансовых решений непосредственно связаны с характером внешней среды (доступность ресурсов; инвестиционный климат), определяющим обе стратегии; с треть-

ей стороны, обе частные стратегии вытекают из общей концепции развития предприятия, его миссии и направлений деятельности с учетом долгосрочных интересов экономических агентов (определяющих вектор вложений в инвестиционную стратегию), видов ресурсов, допустимых рисков (обозначающих ресурсные границы и рамки финансовой стратегии) (рис. 19).

В качестве управляющих параметров на макроуровне используются экономические инструменты регулятора: налоговые меры и различные стимулы для лизинговых сделок и предоставления долгосрочных кредитов из арсенала выше рассмотренных воздействий. Для управления структурой привлекаемых источников инвестирования на микроуровне предприятие может принимать решения:

- об изменении распределения прибыли и амортизационной политики;
- о регулировании эмиссии акций;
- об увеличении уставного капитала за счет роста долей акционеров.

Модель формирования финансовых источников представляется стержнем инвестиционной стратегии предприятия и, вместе с этим, инструментом ее согласования с финансовой стратегией; при этом в качестве базиса обеих стратегий используются результаты стратегического анализа и прогноза «потенциала ситуации»: характера инвестиционного климата, состояния и динамики изменчивой среды и потенциала предприятия.

Внутренняя среда, история и особенности предприятия во многом определяют структуру финансовых источников. К примеру, молодым компаниям, с их более

рискованными стратегиями, требуется прямое финансирование: привлечение венчурных фондов, капиталов бизнес-ангелов и акционерного капитала, образуемого, в том числе, с помощью IPO. По мере роста и развития бизнеса зона инвестиционных рисков снижается, и в структуре финансовых источников растет удельный вес менее рискованного – заемного капитала.

Критериальным основанием предоставления долгосрочных средств служат индикативные признаки состояния объекта вложений и его подсистем:

- рыночное позиционирование предприятия (доля рынка), его производительность и эффективность, качество управления и бизнес-планирования;
- уровень организации производства;
- наличие обоснованной стратегии;
- история предприятия, в том числе, кредитная история.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Инвестиционная стратегия предприятия выбирается на основе его конкурентных преимуществ, внутренних компетенций и оценок «потенциала ситуации», определяющих вектор развития на перспективу. Избранные направления инвестирования должны быть сбалансированы с возможностями их ресурсного обеспечения с помощью целенаправленных управляющих воздействий на макро-, мезо- и микроуровне.

Особенности российской модели формирования финансовых источников капитальных вложений предъявляют специальные требования к механизмам согласования инвестиционного спроса и предложения долгосрочных средств, в которых должны быть учтены рассмотренные выше внутрикорпоративные и макроэкономические – кредитно-финансовые, управленческие, институциональные, региональные, отраслевые и другие ограничения в финансовом обеспечении принятых стратегических решений.

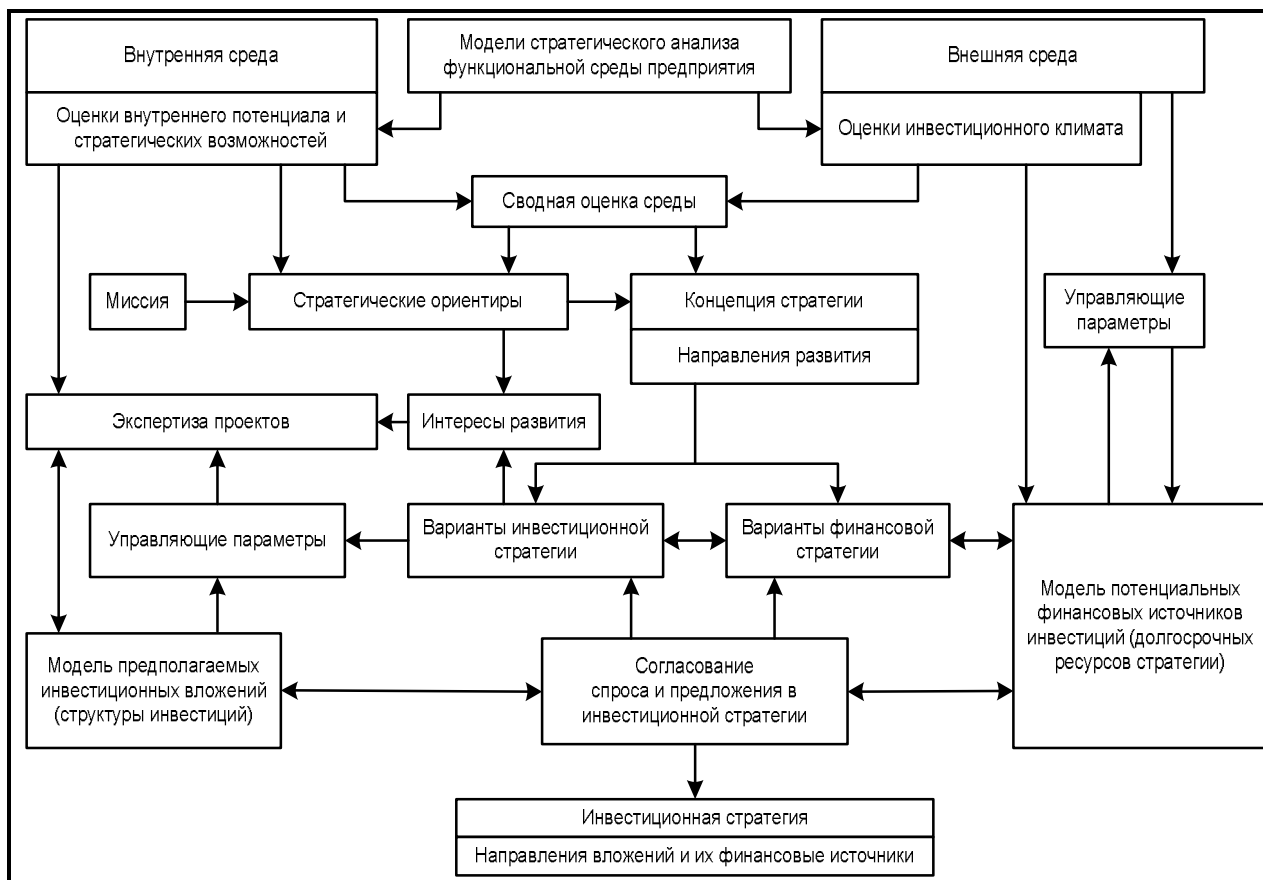


Рис. 19. Согласование инвестиционной стратегии предприятия

Литература

1. О внесении изменений в Федеральный закон «О федеральном бюджете на 2008 г. и на плановый период 2009 и 2010 гг. [Текст] : федер. закон от 3 марта 2008 г. №19-ФЗ // Российская газета. – 2008. – 12 марта.
2. О внесении изменений в Федеральный закон «О федеральном бюджете на 2009 г. и на плановый период 2010 и 2011 гг. [Текст] : федер. закон от 28 апр. 2009 г. №76-ФЗ // Российская газета. – 2009. – 6 мая.
3. О лизинге [Электронный ресурс] : федер. закон от 29 окт. 1998 г. №164-ФЗ. Доступ из справ.-правовой системы «Гарант».
4. О науке и государственной научно-технической политике [Электронный ресурс] : федер. закон от 23 авг. 1996 г. №127-ФЗ. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
5. О федеральном бюджете на 2010 г. и на плановый период 2011 и 2012 гг. [Электронный ресурс] : федер. закон от 2 дек. 2009 г. №308-ФЗ. – Режим доступа: <http://www.minfin.ru>.
6. Об инвестиционной деятельности в РФ, осуществляемой в форме капитальных вложений [Электронный ресурс] : федер. закон от 25 февр. 1999 г. №39-ФЗ (ред. от 2 янв. 2000 г.). Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
7. Об иностранных инвестициях в РФ [Электронный ресурс] : федер. закон от 9 июля 1999 г. №160-ФЗ (ред. от 25 июля 2002 г.). Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
8. О мерах государственной поддержки развития кооперации российских высших учебных заведений и организаций, реализующих комплексные проекты по созданию высокотехнологического производства [Электронный ресурс] : постановление Правительства РФ от 9 апр. 2010 г. №218. – Режим доступа: <http://www.referent.ru/1/153613>.
9. Агафонов В.А. Инвестиционная стратегия региона и «точки роста» [Текст] / В.А. Агафонов // Экономическая наука современной России. – 2008. – №2.
10. Бернштейн Л.А. Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация [Текст] / Леопольд А. Бернштейн ; пер. с англ. ; науч. ред. чл.-корр. РАН И.И. Елисеева, гл. ред. серии проф. Я.В. Соколов. – М. : Финансы и статистика, 2003. – (Серия по бухгалтерскому учету и аудиту).
11. Бланк И.А. Финансовый менеджмент [Текст] : учеб. курс / И.А. Бланк ; пер. с англ. – М. : Ника-центр, 2004.
12. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов [Текст] / Р. Брейли, С. Майерс ; пер. с англ. – 2-е изд. – М. : Олимп-бизнес, 2007.
13. Бриггем Ю. Финансовый менеджмент [Текст] : полный курс : в 2 т. / Ю. Бриггем, Л. Гапенски ; пер. с англ. – СПб. : Экономическая школа, 2001.
14. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами [Текст] / Дж. К. Ван Хорн ; пер. с англ. ; гл. ред. серии Я.В. Соколов. – М. : Финансы и статистика, 2005.
15. Виленский П.Л. и др. Оценка эффективности инвестиционных проектов [Текст] : теория и практика / П.Л. Виленский, В.Н. Лившиц, С.А. Смоляк. – 4-е изд. – М. : Дело, 2008.
16. Волков И.М. Проектный анализ [Текст] : продвинутый курс / И.М. Волков, М.В. Грачева. – М. : ИНФРА-М, 2004.
17. Вумек Дж. Р. Бережливое производство: как избавиться от потерь и добиться процветания вашей компании. [Текст] / Джеймс Р. Вумек, Дэниел Т. Джонс ; пер. с англ. – М. : Альпина бизнес букс, 2004.
18. Выступление Д.В. Осипова, генерального директора ОАО ОХК «Уралхим» на VI Ежегодном Форуме «Эксперт – 400». [Электронный ресурс] – Доступен: URL:http://www.raexpert.ru/project/expert400/2010/speech/modern_fertilizers
19. Выступление А.В. Филатова, генерального директора ОАО «Русские машины» на VI Ежегодном Форуме «Эксперт – 400». [Электронный ресурс] – Доступен: http://www.raexpert.ru/project/expert400/2010/speech/inostr_partners
20. Гутников О.В. Реформа законодательства в области науки и инноваций [Текст] / О.В. Гутников // Форсайт. – 2007. – №3.
21. Данилин В.И. Операционное и финансовое планирование в корпорации [Текст] Методы и модели / В.И. Данилин. – М. : Наука, 2006. – (Экономическая наука современной России).
22. Доклад о развитии человеческого потенциала в РФ 2009: «Энергетика и устойчивое развитие». [Электронный ресурс] / ПРООН ; под общ. ред. С.Н. Бобылева. – М. : Самолет, 2010. – URL: http://www.undp.ru/documents/NHDR_2009_Russian.pdf.
23. Донцова Л.В. Анализ финансовой отчетности [Текст] : учеб. пособие / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 7-е изд. – М. : Дело и сервис, 2009.
24. Ефимова О.В. Финансовый анализ [Текст] : учеб. / О.В. Ефимова. – 4-е изд. – М. : Бухгалтерский учет, 2002.
25. Ефимова О.В. Финансовый анализ: современный инструментарий для экономических решений [Текст] : учеб. / О.В. Ефимова. – 2-е изд., стер. – М. : Омега-Л, 2010.
26. Инвестиции [Электронный ресурс] : сайт бизнес-ангелов. Режим доступа: <http://www.soba.spb.ru>.
27. Ковалев В.В. Финансовый анализ: управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности [Текст] / В.В. Ковалев. – 3-е изд., перераб. и доп. – М. : Финансы и статистика, 2003.
28. Ковалев В.В. Корпоративные финансы и учет: понятия, алгоритмы, показатели [Текст] : учеб. пособие / В.В. Ковалев, Вит. В. Ковалев. – М. : Проспект, КНОРУС, 2010.
29. Лившиц В.Н. Системный анализ нестационарной экономики России (1992-2009) : рыночные реформы, кризис, инвестиционная политика [Текст] / В.Н. Лившиц, С.В. Лившиц. – М. : Поли Принт Сервис, 2010.
30. Лытнев О.М. Основы финансового менеджмента [Текст] : курс лекций / О.М. Лытнев. – М. : Дело, 2001.
31. Любушин Н.П. Комплексный экономический анализ хозяйственной деятельности [Текст] : учеб. пособие / Н.П. Любушин. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2005.
32. Мельник М.В. Анализ финансовой отчетности [Текст] : учеб. пособие / М.В. Мельник, О.В. Ефимова. – М. : Омега-Л, 2010.
33. Миндич Д.А. Финансы растущего бизнеса – 2009 [Текст] / Д.А. Миндич. – Вып. 2. – М. : Эксперт РА, 2009. – (Библиотека ЭКСПЕРТА).
34. Мицек Е.Б. Банковские кредиты и инвестиции в основной капитал в РФ [Текст] / Е.Б. Мицек, С.А. Мицек // Системное моделирование социально-экономических процессов : труды 33-й междунар. науч. школы-семинара ; под ред. д.э.н. В.Г. Гребенникова, к.э.н. И.Н. Щеглиной, к.э.н. В.Н. Эйтингона. – Воронеж : ИПЦ Воронежского гос. ун-та, 2010.
35. Никонова А.А. К стратегии инвестирования: территориальный аспект анализа изменяющейся среды [Текст] / А.А. Никонова // Стратегическое планирование и развитие предприятий. Секция 4 : мат-лы 11-го всерос. симпозиума : Москва, 13-14 апреля 2010 г. ; под ред. чл.-корр. РАН Г.Б. Клейнера. – М. : ЦЭМИ РАН, 2010.
36. Никонова А.А. К стратегическому анализу институциональной среды высокотехнологичных предприятий в трансформируемой России [Текст] / А.А. Никонова // Теория и практика институциональных преобразований в России : сб. науч. трудов / под ред. Б.А. Ерзнкяна. – Вып. 11. – М. : ЦЭМИ РАН, 2009.
37. Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций за 2009 год [Электронный ресурс] : ежегодник / Российская ассоциация прямого и венчурного инвестирования. – СПб. : Феникс, 2010. – URL : http://www.allventure.ru/lib/8/#replies_page1.
38. Пилчер Т. Бенчмаркинг как средство повышения конкурентоспособности компании [Текст] / Т. Пилчер // Европейское качество. – 2004. – №1.
39. Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития [Текст] / Н. Абе и др. ; под ред. Т.Г. Долгопятовой, И. Ивасаки, А.А. Яковлева ; Гос. ун-т – Высшая школа экономики. – 2-е изд. – М. : ГУ-ВШЭ ; Юстицинформ, 2009.
40. Россия в цифрах [Текст] : 2009 ; крат. стат. сб. / Федер. служба государственной статистики. – М., 2010.

41. Федеральная служба государственной статистики [Электронный ресурс] : официальный веб-сайт. – URL : <http://www.gks.ru>.
42. Финансовое консультирование на фондовом рынке: для специалистов по корпоративным финансам и специалистов рынка ценных бумаг [Текст] : в 2 т. – Т. 1 / под общ. ред. О.Г. Меликьяна. – М. : Флинта ; Наука, 2005.
43. Четыркин Е.М. Финансовая математика [Текст] : учеб. / Е.М. Четыркин. – 8-е изд. – М. : Дело АНХ, 2008.
44. Шеремет А.Д. Методика финансового анализа деятельности коммерческих организаций [Текст] / А.Д. Шеремет, Е.В. Негашев. – М. : ИНФРА-М, 2003.
45. Шеремет А.Д. Методика финансового анализа [Текст] / А.Д. Шеремет, Р.С. Сайфулин. – М. : ИНФРА-М, 2006.
46. Эдвардс Дж. С.С. Структура капитала [Текст] / Дж. С.С. Эдвардс // Финансы / под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгрейта, П. Ньюмена ; пер. с англ. ; науч. ред. академик РАН Р.М. Энтов ; Гос. ун-т – Высшая школа экономики. – М. : ГУ ВШЭ, 2007. – (The New Palgrave).
47. Эксперт-400 [Текст] // Эксперт : журнал. – 2010. – №39.
48. Эксперт РА: рейтинговое агентство [Электронный ресурс] : официальный сайт – URL : <http://www.raexpert.ru>.
49. Экспертиза рынков: банки, лизинг, факторинг [Текст] : аналитический ежегодник. – М. : Эксперт РА, 2010.
50. World bank: enhancing Russia's competitiveness and innovative capacity; ed. by R. Desai, I. Goldberg. Washington, 2007.
51. Myers St. Determinants of corporate borrowing. / St. Myers // Journal of financial economics. 1977. Vol. 5.

Ключевые слова

Стратегия; инвестиции; конкурентное преимущество; экономико-математическая модель; долгосрочные заемные средства; кредит; лизинг; венчурный капитал; собственные средства; бюджетное (государственное) финансирование.

Никонова Алла Александровна

РЕЦЕНЗИЯ

Вопросы, рассматриваемые в статье, весьма актуальны в российской экономике, в том числе и по причинам, указываемым автором в самом начале статьи, причем акцент здесь правильно делается на важность на современном этапе инвестиционной стратегии для развития именно высокотехнологического производства. Спектр конкретных проблем, изучаемых при этом, достаточно велик – от постановки задачи и цели исследования, которые, мне кажется, полезно было бы сформулировать более четко, характеристики специфики и анализа технико-экономического состояния высокотехнологического сектора производства нашей экономики, описания принятой модели стратегического процесса, особенно ее инвестиционного аспекта, проведения вербального и статистического качественного и количественного описания структуры внешних и внутренних источников финансирования предприятия, способов моделирования источников инвестиций, анализа динамики инвестиций, в том числе и в отраслевом и в региональном разрезе с классификацией возникающих рисков вложений в основной капитал, неопределенности и других факторов, влияющих на финансовую устойчивость, изучения условий кредитования предприятий и финансирования инвестиций из различных источников, включая государственное, лизинг, венчурные и иностранные инвестиции и т.д.. Здесь имеется много интересных, хотя и нередко дискуссионных предложений (например, о содержании и способах использования в рассматриваемых целях в российских нестационарных условиях показателя **WACC**, об основных направлениях совершенствования институтов финансовой поддержки модернизации, где не указывается, в частности, крайняя необходимость, по моему мнению, совершенствования институтов оценочной деятельности, в том числе и по оценке эффективности инвестиций в предполагаемые к реализации мероприятия на предприятиях и др.).

Однако в целом полагаю статью полезной для читателей журнала «Аудит и финансовый анализ», и ее можно рекомендовать к опубликованию в нем.

Лившиц В.Н., д.э.н., профессор, Заслуженный деятель науки РФ, зав. лабораторией Учреждения Российской академии наук Института системного анализа РАН

8.4. FINANCIAL SOURCES OF ENTERPRISE INVESTMENT STRATEGY: ANALYSIS AND MODELLING

A.A. Nikonova, Candidate of Sciences (Economic), Senior Research Assistant

Central Economics & Mathematics Institute, Russian Academy of Sciences (CEMI RAS)

The unique features of Russian investment financial provision model are investigated in the article. Both analysis and forecast of prospective investment resources is executed at the certain stage of investment strategy forming, within where ones needs to estimate appropriately all the possibilities, internal and external constrains, financial provision's reserves of investment for enterprise performance. The article's answer is enterprise prospect in terms both of completeness of investment financial provision and financing conditions for different kinds of the sources.

Literature

1. On the Approval of the Federal Law «On the Federal Budget for 2008 and for the planning period of 2009 and 2010». [Text] : the Federal Law №19-FZ of March, 3, 2008. – Russian Newspaper. – 2008. – March, 12.
2. On the Approval of the Federal Law «On the Federal Budget for 2009 and for the planning period of 2010 and 2011». [Text] : the Federal Law №76-FZ of April, 28, 2009. – Russian Newspaper. – 2009. – May, 6.
3. On Leasing. [Electronic resource] : The Federal Law at 29.10.1998 №164-ФЗ. – URL : <http://www.base.garant.ru>.
4. On Science and Governmental Scientific and Technical Policy. [Electronic resource] : The Federal Law №127-FZ of August, 23, 1996 (ed. at 02.01.2000) – URL : <http://www.consultant.ru>.
5. On the Federal Budget for 2010 and for the planning period of 2011 and 2012. [Electronic resource] : the Federal Law No 308-FZ of December, 2, 2009. – URL : <http://www.minfin.ru>.
6. On Investment Performance in Form of Capital Expenditure in Russian Federation. [Electronic resource] : The Federal Law No 39-FZ of February, 25, 1999 (ed. at 02.01.2000) – URL : <http://www.consultant.ru>
7. On Foreign Investments in Russian Federation. [Electronic resource] : The Federal Law No 160-FZ of July, 9, 1999 (ed. at 25.07.2002). – URL : <http://www.consultant.ru>
8. On the Means of Governmental Maintenance the Cooperation Development of Russian Higher Educational Institutions and organizations, which are performing complex projects in high-tech. [Electronic resource] : The Decision of RF Government No 218 of April, 9, 2010. : – URL : <http://www.referent.ru/1/153613>.
9. V.A. Agafonov. Region Investment Strategy and the «Growth Points». [Text] // Economics of contemporary Russia. – 2008 – №2.
10. L.A. Bernstein. Financial Statement Analysis. Theory, Application, and Interpretation. [Text]: Scient. ed. by I.I. Eliseeva, chief ed. by I.V. Sokolov. – М.: Finance and Statistics, 2003. – (Series on book keeping and audit)
11. I.A. Blanck. Financial management [Text]: study course. – М.: **Nika-Centr**, 2004.
12. R.A. Brealey, S.C. Myers. Principles of Corporate Finance. [Text] – 2nd. ed. – М.: Olimp-Business, 2007.
13. **E. BRIGHAM, L. GAPENSKY**. Financial management. [Text] : **COMPLEX COURSE IN 2 vol.** – **SPb.**: Economics school, 2001.
14. **C. JAMES VAN HORN**. **FUNDAMENTALS OF** financial management. [Text] : chief ed. by I.V. Sokolov. – М.: Finance and Statistics, 2005.
15. P.L. Vilenskiy, V.N. Livchits, S.A. Smolyak. The Estimation of effectiveness of investment projects: Theory and practice. [Text] – 4th ed. – М.: Delo, 2008.

16. I.M. Volkov, M.V. Gracheva. Project analysis [Text]: advanced course. – M.: INFRA-M, 2004.
17. J.P. Womack, D.T. Jones. Lean Thinking: Banish Waste and Create Wealth in Your Corporation. [Text] – M.: Alpina Business Books, 2004.
18. The VI Yearly Forum «Expert – 400». [Electronic resource] : Report by D.V. Osipov, General director of OAO «Uralhim»: – URL:http://www.raexpert.ru/project/expert400/2010/speach/modern_fertilizers
19. The VI Yearly Forum «Expert - 400». [Electronic resource] : Report by A.V. Filatov, General director of OAO «Russian Mashini». URL:http://www.raexpert.ru/project/expert400/2010/speach/inostr_partners
20. O.V. Gutnikov. Legislative Reform in Science and Innovation. [Text] – O.V. Gutnikov // Foresight. – 2007. – №3.
21. V.I. Danilin. Operational and financial planning in corporation. The methods and the models. [Text] – M.: Nauka, 2006. – (Economics of contemporary Russia)
22. Report on Human Development in Russian Federation 2009 «Energy and sustainable development» [Electronic resource] / UNDP, ed. by S.N. Bobilev. 2010. – URL: http://www.undp.ru/documents/NHDR_2009_Russian.pdf.
23. L.V. Donzova, N.A. Nikiforova. Financial Statement Analysis. [Text] : Practice book – 7th ed. – M.: Delo i service, 2009.
24. O.V. Efimova. Financial analysis. [Text] – 4-e ed. – M.: «Buhgaltersky uchiot», 2002.
25. O.V. Efimova. Financial analysis: modern tool for economic decisions. [Text] : Textbook. – 2nd ed. – M.: Omega-L, 2010.
26. Investments. [Electronic resource] : official business-angels cite. – URL : <http://www.soba.spb.ru>.
27. V.V. Kovalev. Financial analysis: Capital governance. Investments choice. Statement Analysis. [Text] – 3rd ed., rev. and sup. – M.: Finance and Statistics, 2003.
28. V.V. Kovalev, Vit.V. Kovalev. Corporate Finance and accounting: concepts, algorithms, indicators. [Text] : Practice book. – M.: Prospect, KNORUS, 2010.
29. V.N. Livchits, S.V. Livchits. System analysis of no stationary Russian economics (1992-2009): market reforms, crisis, investment policy. [Text] – M.: Poli Print Service, 2010.
30. O.M. Litnev. Bases of financial management. [Text] : Lectures Course. – M.: Delo, 2001.
31. N.P. Liubushin. Complex economic analysis of economic performance. [Text] : Practice book – 2nd ed., rev. and sup. – M.: YNITI-DANA, 2005.
32. M.V. Melnik, O.V. Efimova. Financial Statement Analysis. [Text] : Practice book. – M.: Omega-L, 2010.
33. D.A. Mindich. Finance of growing business – 2009. [Text] – Issue 2. – M.: Expert RA, 2009. – (EXPERT Library)
34. E.B. Mitcek, S.A. Mitcek. Bank credits and investments in fixed assets in RF. [Text] // System modeling of social-economic processes: the Material 33-th international scientific school-seminar, ed. by V.G. Grebennikov, I.N. Shchepina V.N. Eitingon. – Voronezh: Publishing and Printing Center of Voronezh State University, 2010.
35. A.A. Nikonova. On investment strategy: analysis of transition environment in the geography aspect. [Text] // Strategic Planning and Evolution of Enterprises. Section 4. /Materials. Eleventh Russian symposium. Moscow, April 13-14, 2010, ed. by G.B. Kleiner. – M.: CEMI RAS, 2010.
36. A.A. Nikonova. On strategic analysis of institutional environment for high-tech enterprise performance in transforming Russia. [Text] // Theory and practice of Institutional Reforms in Russia. / Collection of scientific works, ed. by B.H. Yerznkyan. – Issue 11. – M.: CEMI RAS, 2009.
37. Russian private equity and venture capital market review 2009 [Electronic resource]: Yearbook. / Russian Private Equity and Venture Capital Association (RVCA) – SPb. : «Fenix», 2010. – URL: http://www.allventure.ru/lib/8/#replies_page1
38. T. Pilcher. Benchmarking instrument for increase of company competitiveness. [Text] / T. Pilcher // European Quality. – 2004. – №1.
39. The Russian Corporation: firm organization, external relationships and prospects for development. [Text] / T.G. Dolgopyatova, I. Iwasaki, A.A. Yakovlev (editors); State University – Higher School of Economics. – 2nd ed. – M.: "Iyridichesky Dom»lysticinform», 2009.
40. Russia in Figures 2009 [Text]: Handbook. Federal State Statistics service. – M.: 2010.
41. Federal State Statistics service. [Electronic resource]: official web-site – URL: <http://www.gks.ru>.
42. Financial consulting at the Stock market: for the specialists in the corporate finance and securities' market. [Text]: in 2 Vol. / Vol. 1, ed. by O.G. Melikyan. – M.: Flinta; Nauka, 2005.
43. E.M. Chetirkin. Financial mathematics. [Text]: Textbook. – 8th ed. – M.: Delo, 2008.
44. A.D. Sheremet, E.V. Negashev. Methods of financial analysis of commercial firms' performance. [Text] – M.: INFRA-M, 2003.
45. A.D. Sheremet, R.S. Saifulin. Methods of financial analysis. [Text] – M.: INFRA-M, 2006.
46. Expert – 400. [Text] // The Journal. October, 4 – 10, 2010 – №39 (723).
47. J.S.S. Edwards. Gearing. [Text] // Finance. Ed. by J. Eatwell, M. Milgate, P. Newman / transl. from English, scient. ed. by academic RAS R.M. Entov; State University – The High Economics SCHOOL. – M.: SU-HES, 2007. – (The New Palgrave)
48. Expert RA. [Electronic resource] : Rating Agency, official website. – URL: <http://www.raexpert.ru>.
49. Expertise of the market: banks, leasing, factoring. [Text] // Analytical Yearbook. – M.: «Expert RA», 2010.
50. World Bank: Enhancing Russia's Competitiveness and Innovative Capacity. [Text] : ed. by R. Desai, I. Goldberg. – Washington, D.C.: 2007.
51. Myers St. Determinants of corporate borrowing. [Text] // Journal of Financial Economics. – 1977. – Vol. 5.

Keywords

Strategy; investment; competitive advantage; economics & mathematics model; long-run liabilities; loans; leasing; venture capital; equity; budget (government) financing.