

Оценка источников финансирования инвестиционной политики предприятия

© 2009 А.Д. Кадеркаева

Пензенский государственный педагогический университет
им. В.Г. Белинского

Рассматриваются вопросы инвестиционной политики предприятия как комплекса мероприятий, основанного на стратегии формирования инвестиционных ресурсов, обеспечивающего их финансово целесообразное вложение в долгосрочной перспективе для увеличения стоимости предприятия.

Ключевые слова: конкуренция, инвестиционная политика предприятия, источники финансирования.

Наиболее существенное воздействие на принятие инвестиционных решений оказывают финансовые ограничения. Они обусловлены размерами денежных поступлений, наличием плановых или непредвиденных поглощений и слияний, способностью и желанием изменить величину внешнего долга предприятия. В свою очередь, денежные поступления зависят от объема прибыли, уровня амортизации, а также возможностей сокращения оборотного капитала. Финансовые ограничения играют важную роль лишь в направлении снижения капиталовложений, появление же непредвиденных излишков финансовых средств редко стимулирует дополнительные инвестиции. Такие ресурсы направляются, как правило, на решение текущих производственных проблем.

Российские предприятия всех отраслей промышленности сталкиваются с возрастающей конкуренцией. Поэтому огромное значение для каждого предприятия на различных жизненных циклах предприятия и бизнеса обретает актуальность проблемы формирования долгосрочных конкурентных преимуществ на целевых сегментах рынка. Основы этого закладываются путем разработки и реализации инвестиционной политики, направленной на завоевание и укрепление рыночных позиций в долгосрочной перспективе¹.

Привлечение финансовых ресурсов из источников долгосрочного финансирования гарантирует стабильное поступление денежных средств для реализации инвестиционной политики предприятия, и в этом смысле оно более надежно, чем краткосрочное финансирование, при котором у предприятия нет уверенности в стабильном потоке ресурсов в ближайшем будущем.

Однако данное преимущество долгосрочных источников с избытком компенсируется тем обстоятельством, что получить долгосрочные источ-

ники финансирования в России крайне сложно, тем более в условиях мирового финансового кризиса. Кроме того, к недостаткам долгосрочного финансирования можно отнести следующие:

- почти всегда оно требует обеспечения в виде объектов основных средств и/или гарантий акционеров;
- требуется предоставление вспомогательной информации: например, бизнес-плана, финансовых расчетов, подтверждающих способность обслуживать и выплачивать долг;
- не обладает гибкостью - может оказаться дорогостоящим при падении процентных ставок, если условия не будут пересмотрены;
- как правило, обходится дороже краткосрочного финансирования, так как является более рискованным кредитом или инвестициями для банка (инвестора).

Источники долгосрочного финансирования отличаются друг от друга по гибкости, доступности, стоимости и другим критериям.

Прежде чем рассматривать внешние источники долгосрочного финансирования, предприятию следует проанализировать возможности финансирования за счет "внутренних", которые значительно дешевле. Приведем полную характеристику возможных источников реализации инвестиционной деятельности.

В качестве источников финансирования инвестиций могут быть:

1) внутренние источники:

- собственные финансовые средства (прибыль, накопления, амортизационные отчисления, суммы, выплачиваемые страховыми органами в виде возмещения за ущерб, и т.п.), а также иные виды активов (объекты основных средств, земельные участки, промышленная собственность и т.п.);

2) внешние:

- привлеченные средства (средства от продажи акций, благотворительные и иные взносы, средства, выделяемые вышестоящими холдинго-

¹ Греф Г. От макроэкономической стабильности к инвестиционному росту // Экон. политика. 2006. □ 4.

выми и акционерными компаниями, промышленно-финансовыми группами на безвозмездной основе);

- ассигнования из федерального, региональных и местных бюджетов, фондов поддержки предпринимательства, предоставляемые на безвозмездной основе;

- иностранные инвестиции, предоставляемые в форме финансового или иного участия в уставном капитале совместных предприятий, а также в форме прямых вложений (в денежной форме) международных организаций и финансовых институтов, государств, предприятий и организаций различных форм собственности и частных лиц;

3) заемные источники: различные формы заемных средств, в том числе кредиты, предоставляемые государством на возвратной основе, кредиты иностранных инвесторов, облигационные займы, кредиты банков и других институциональных инвесторов: инвестиционных фондов и компаний, страховых обществ, пенсионных фондов, а также векселя и другие средства.

Первая группа источников образует собственный капитал предприятия. Суммы, привлеченные им по этим источникам извне, не подлежат возврату. Субъекты, предоставившие по этим каналам средства, как правило, участвуют в доходах от реализации инвестиций на правах долевой собственности.

Заемный капитал предприятия, данные средства необходимо вернуть на определенных заранее условиях (сроки, процент, залог). Субъекты, предоставившие средства предприятия по этим каналам, в доходах от реализации проекта не участвуют.

В условиях финансового кризиса финансовое оздоровление неплатежеспособных предприятий в России может быть осуществлено за счет:

- реализации ликвидных ценных бумаг в целях увеличения собственного капитала (реализация обыкновенных акций) и заемного капитала (реализация облигаций);

- продажи некоторых активов или подразделений предприятия;

- государственных льготных кредитов или безвозмездного финансирования некоторых объектов.

Привлечение банковских кредитов как источника финансирования долгосрочных инвестиций в промышленности для финансового оздоровления предприятий не получило и не могло получить в создавшихся в России кризисных условиях значительного распространения. Этому препятствовал ряд факторов.

Экономическая нестабильность в сочетании со все возрастающей скрытой инфляцией побуж-

дают капитал искать более надежные и высокодоходные сферы применения: валютные операции, краткосрочные кредиты под спекулятивные операции, корреспондентские счета зарубежных банков. В этих условиях капитал покидает страну и ищет более выгодные сферы вложения. Однако банкиры понимают, что слияние с промышленным капиталом значительно укрепило бы их положение. Они готовы вкладывать капитал на длительный срок в промышленные предприятия при условии, что контрольный пакет акций предприятия будет в руках банка. Первый этап приватизации через акционирование показал заинтересованность многих крупнейших банков в получении контрольных пакетов акций промышленных предприятий, особенно в отраслях топливно-энергетического комплекса, на предприятиях по производству черных и цветных металлов, добывающей промышленности и некоторых отраслях машиностроения².

Высокие темпы инфляции и связанные с этим сложности прогноза процентного риска по долгосрочным кредитам, высокие номинальные ставки дисконтирования будущих денежных потоков от долгосрочных инвестиций обуславливают крайне низкую или отрицательную доходность по долгосрочным кредитам. В этих условиях в приоритетных отраслях, определяющих развитие новых технологий, целесообразны снижение резервных требований со стороны ЦБ РФ и некоторые льготы в налогообложении, что позволило бы несколько снизить риски долгосрочных вложений.

Коммерческие банки осуществляют долгосрочное кредитование инвестиционных проектов на основе следующих принципов:

- продажа продукции, генерируемой проектом, служит источником погашения кредита, а формируемые проектом денежные потоки являются основой для анализа проекта и определяющим фактором при принятии решения о его финансировании;

- структура финансирования проекта отражает потребности в финансовых средствах во времени, а также внутренние возможности проекта по погашению задолженности;

- риски равномерно распределяются среди основных участников проекта.

Крупные коммерческие банки интересуют в качестве объектов вложения инвестиций предприятия цветной металлургии, химической промышленности, предприятия пищевой промышленности с высокой скоростью оборота капита-

² Катасонов В.Ю. Инвестиционный потенциал экономики: Механизмы формирования и использования. М., 2005.

ла, а также ориентированные на экспорт своей продукции предприятия добывающей промышленности, транспортной инфраструктуры, строительство складских и гостиничных комплексов, предприятия топливно-энергетического комплекса, газо- и нефтедобыча, переработка и транспортировка топливных продуктов, золотодобывающая промышленность.

Коммерческие банки выдают кредит под инвестиционные проекты со сроком не более двух лет крупным клиентам банка под залог акций или ликвидной недвижимости.

Мировая практика показывает, что банк оценивает компанию в основном по двум показателям: ликвидный залог на покрытие долга и операционный денежный поток. Наиболее важный из них - операционный денежный поток предприятия.

Операционный денежный поток определяется как разница между доходами предприятия (доходы, определяемые уровнем продаж, плюс другие доходы) и его расходами (себестоимость, накладные расходы, расходы на продажу, оплаченные налоги, прирост запасов, изменение кредиторской задолженности).

Денежные потоки (притоки и оттоки) можно рассматривать как:

- традиционные инвестиции, которые характеризуются оттоком в нулевом периоде (капиталовложениями) и притоками в течение жизненного цикла инвестиционного проекта;
- заемный денежный поток (приток в нулевом цикле и последующие оттоки по обслуживанию заемного капитала);
- нетрадиционные инвестиции, для которых характерна смена периодов капиталовложений и доходов более одного раза.

Кроме того, анализируются потоки, которые находятся под властью управляющих (капитальные инвестиции, дивиденды по акциям, другие расходы), и приоритетные оттоки (расходы по обслуживанию долговых обязательств, суммы погашенного кредита, суммы по лизингу). Причем банк может заставить фирму ликвидироваться, если она не выплачивает данные платежи. Финансовые потоки представляют собой прирост заемных средств или их уменьшение, приращение или уменьшение собственного капитала, срочные займы.

Величина операционного потока характеризует способность предприятия выполнять обязательства, связанные с обслуживанием заемного капитала, и выплачивать долг банку.

Реализация ликвидных ценных бумаг в целях увеличения собственного капитала промышленных предприятий в настоящее время также

может быть серьезным источником формирования капитала предприятия, в отличие от первого этапа приватизации через акционирование, когда акции предприятий реализовывались в основном в обмен на приватизированные чеки. Вторым этапом приватизации вносит существенные коррективы в инвестиционный процесс в России. Крупных инвесторов привлекает продажа пакетов акций, принадлежащих государству, на открытых инвестиционных конкурсах³.

В инвестиционном конкурсе, который может быть открытым по составу участников и закрытым по форме подачи заявок, могут принимать участие физические и юридические лица, включая иностранных инвесторов.

Критерием выбора победителя является максимальный объем инвестиций, определяемый как общая величина инвестиций, дисконтированная с учетом срока осуществления инвестиций по ставке рефинансирования ЦБ РФ, действующей на дату подведения итогов конкурса.

С точки зрения привлечения крупных инвесторов целесообразно создать благоприятные условия для скупки акций у трудового коллектива предприятия, распределенных на льготных условиях на первом этапе приватизации. Процесс скупки акций у работников предприятий крупными инвесторами идет не первый год, но носит пока полулегальный характер, в то время как объективно именно крупные держатели акций заинтересованы в инвестициях на долгосрочной основе, чтобы избежать банкротства предприятий.

Существует два типа внешнего долгосрочного финансирования: кредитование и акционерное финансирование.

На основании анализа таблицы можно сделать следующий вывод: кредитование для предприятия является менее надежным источником получения инвестиционных ресурсов, а акционерное финансирование требует больших затрат.

Выбор источника финансирования следует начать с рассмотрения следующих вопросов:

Какого размера требуется финансирование?

Каковы размеры юридического лица, получающего средства?

Какую часть контроля вы готовы отдать?

Какова степень риска проекта?

1. Количество требуемых средств ограничивает выбор источников финансирования следующим образом:

- для финансирования в крупных размерах приоритетными источниками являются: иностранные

³ Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов: Пер. с англ. М., 2004.

Типы внешнего долгосрочного финансирования

Кредитование	Акционерное финансирование
Источник финансирования с фиксированной стоимостью, не зависящей от доходности активов	Отсутствует обязательство направления средств на выкуп акций
Погашение основной суммы и выплата процентов в отличие от дивидендов требуются по закону	По закону отсутствует обязательство выплаты дивидендов
Сроки погашения можно совместить по времени с поступлением средств, но они должны быть определены заранее	Увеличивает финансовую базу и кредитную емкость предприятия
Стоимость привлечения средств относительно низка	Является самым дорогостоящим источником финансирования, так как дивиденды не снижают налогооблагаемую базу, а стоимость привлечения средств высока
Как правило, требует обеспечения в виде основных средств или гарантий	Инвесторы ожидают высокий доход на свои вложения, так как риск и неопределенность, связанная с акционерным капиталом, высоки
	Расширение акционерного капитала размывает владение и контроль со стороны существующих акционеров

ранние банки, стратегические инвесторы, публичная эмиссия, облигации и конвертируемые облигации;

- финансирование в средних и малых размерах вполне возможно осуществить из следующих источников: российские банки, частные инвестиционные фонды (зависит от фонда), “фонды помощи”, лизинг.

2. Размер предприятия определяет источник финансирования исходя из следующих предпосылок:

- некоторые источники финансирования требуют, чтобы предприятие было хорошо известно, для того чтобы добиться успеха (публичная эмиссия, выпуск облигаций, выпуск конвертируемых облигаций);

- акции более крупных предприятий обычно бывают более ликвидными; это является предметом внимания некоторых источников финансирования (портфельные инвесторы - частные фонды);

- некоторые фонды “помощи”, наоборот, имеют мандат на инвестирование в малые и средние предприятия.

3. Различные источники краткосрочного финансирования инвестиционной деятельности требуют различные виды обеспечения:

- стратегические инвесторы хотят осуществлять контроль над оперативными и другими решениями;

- частные фонды и фонды “помощи” могут захотеть иметь представителя в совете директоров;

- иностранные банки могут иметь строгие условия предоставления кредитов;

- российские банки меньше заинтересованы в осуществлении контроля;

- публичные эмиссии акций, облигаций и т.д. стремятся диверсифицировать состав акционеров, противодействуя получению крупного пакета акций одним акционером.

4. Степень риска снижает круг потенциальных источников финансирования:

- фонды помощи, имеющие политические мотивы для инвестирования в различные проекты в России, больше склонны рассматривать рискованные инвестиции;

- стратегические инвесторы, знающие бизнес и имеющие связи, способные снизить риски конкретных проектов, а также рассматривать финансирование проектов, которые другие источники отказываются рассматривать или за финансирование которых они требуют чрезмерно высокий уровень дохода;

- российские банки чрезвычайно опасаются риска, но понимают политические и специфические для России риски;

- иностранные банки обычно являются наиболее опасющимися риска источниками долгосрочного финансирования.

При формировании целевых стратегических нормативов важно правильно спрогнозировать и определить желательные и нежелательные, но возможные тенденции развития отдельных показателей инвестиционной деятельности. Кроме того, необходимо учесть объективные ограничения в достижении целевых стратегических нормативов. Такими ограничениями могут служить: размер предприятия; объем инвестиционных ресурсов, а также стадия жизненного цикла, в которой находится предприятие.

Небольшому предприятию из-за недостаточности ресурсов невозможно осуществлять диверсифицированную инвестиционную деятельность.

Стратегические цели таких предприятий обычно ограничиваются сферой реального инвестирования и подчиняются задачам экономического развития и реновации выбывающих основных фондов и нематериальных активов. **Крупные предприятия** могут позволить себе реализацию целей финансового инвестирования, диверсификацию инвестиционной деятельности в отраслевом и региональном разрезах и т. п.

Однако даже для крупных предприятий всегда объективным является соотношение потребностей обеспечения операционного процесса с объемом доступных инвестиционных ресурсов. Отсюда возникает понятие "**критической массы инвестиций**", которое характеризует минимальный объем инвестиционной деятельности, позволяющий предприятию формировать чистую операционную прибыль.

В условиях ограниченных ресурсов, прежде всего финансовых, инвестиционная политика предприятия должна носить строго **целенаправленный** характер. Это связано с тем, что цели,

во-первых, являются субъективным отражением объективной сущности инвестиционной политики, ее функций в обеспечении и активизации инвестиционной деятельности; во-вторых, порождают мотивы и стимулы для их достижения; в-третьих, являются основой для построения критериев оценки результатов инвестиционной деятельности, выявления проблем и принятия решений. Любая цель приобретает конкретность, если она четко выстраивается во времени и пространстве, соизмеряется с доступными средствами. Являясь ориентиром и мотивом инвестиционной политики, эта система направляет и регулирует инвестиционный процесс. Она имеет иерархическую структуру, в соответствии с которой достижение более конкретных (частных) из них (подцелей) служит средством реализации более общих. Состав и содержание целей зависят от потребностей в инвестициях, учета объективных экономических закономерностей, различных возможностей и способов достижения целей.

Поступила в редакцию 12.01.2009 г.