

ИСТОЧНИКИ И МЕТОДЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА

В статье раскрываются теоретические особенности инвестиционных процессов в России, описываются наиболее распространенные методы финансирования инвестиционных проектов, рассматриваются основные аспекты анализа инвестиционных проектов.

Для преодоления спада в экономике России (начала 90-х) и создания объективных предпосылок устойчивого экономического роста потребовалась реструктуризация финансово-экономической сферы и проведение государственной политики, ориентированной на оживление инвестиционной деятельности, в особенности на стимулирование инвестиционной активности в реальном секторе. Иными словами, для выхода России из глубокого и затяжного кризиса на траекторию экономического роста и социального благополучия потребовался комплексный подход к государственному регулированию процессов в экономике, опирающийся на результаты анализа ситуации в стране.

Экономическое развитие России за годы радикальных реформ (1992-1998 гг.) характеризовалось беспрецедентным падением объемов производства и еще в большей степени замораживанием инвестиционной активности. Инвестиции в реальную экономику снизились в значительно большей степени, чем общее падение объемов производства в стране.

В 1999-2000 гг. экономика России демонстрировала рост, возрастали инвестиции российских предприятий за рубеж. В 2000 г. иностранные инвесторы не были активны при осуществлении инвестиций в экономику России. В 2001 г. иностранные инвесторы в большей степени были готовы выступать в качестве кредиторов российских предприятий, а не их совладельцев, в связи с чем увеличение иностранных инвестиций в реальный сектор экономики России произошло в основном за счет расширения кредитования нефинансовых отечественных предприятий.

Динамика поступивших иностранных валютных инвестиций, описанных выше, показана в таблице 1.

Вопрос о привлечении ресурсов, необходимых для реализации инвестиционных проектов, занимает важное место в планировании инвестиционной деятельности предприятия, выступая неперенным элементом технико-экономического обоснования инвестиционных решений. Этот аспект планирования подчинен следующим целям:

- обеспечению бесперебойного финансирования инвестиционной деятельности;
- наиболее эффективному использованию собственных средств предприятия (установлению приемлемых пропорций потребления и накопления);
- повышению экономической эффективности отдельных проектов и ценности фирмы в целом;
- обеспечению финансовой устойчивости как отдельных проектов, так и действующего предприятия, на котором они реализуются.

Проблему привлечения капитала следует исследовать по двум взаимосвязанным направлениям: источникам и методам финансирования.

Состав и структура источников финансирования инвестиций в основной капитал за последние годы в России не претерпели значительных изменений. В 2005 г. из общего объема инвестиций в основной капитал собственные средства составили 47,7%, привлеченные, соответственно, – 52,3%. В 1995 г. это соотношение составляло 49 и 51%.

Динамика инвестиций в разрезе источников финансирования представлена в таблице 2.

Известны следующие наиболее распространенные методы финансирования инвестиционных проектов: самофинансирование, акционирование, кредитное финансирование, лизинг, смешанное финансирование.

Таблица 1. Структура поступивших иностранных валютных инвестиций, % к итогу

	1995	1998	1999	2000	2002	2003	2004	2005	2006
Иностранные инвестиции	100	100	100	100	100	100	100	100	100
В том числе:									
Прямые инвестиции	67,7	33,3	36,5	40,4	20,2	22,8	23,3	24,4	24,8
Из них:									
Взносы в уставной капитал	48,8	19,0	14,8	9,7	8,6	7,5	18,0	19,3	15,9
Кредиты, полученные от зарубежных совладельцев предприятий	11,4	8,3	16,2	25,0	6,6	7,1	4,2	4,0	7,1
Прочие прямые инвестиции	7,5	6,0	5,5	5,7	5,0	8,2	1,1	1,1	1,8
Портфельные инвестиции	1,3	0,4	0,8	1,3	2,4	1,4	0,8	0,8	5,8
Из них:									
Акции и паи	0,4	0,1	0,3	0,6	1,4	1,2	0,7	0,6	5,2
Долговые ценные бумаги эмитентов	0,9	0,3	0,5	0,6	0,7	0,1	0,1	0,2	0,6
Прочие инвестиции	31,0	66,3	62,7	58,3	77,4	75,8	75,9	74,8	69,4
Из них:									
Торговые кредиты	6,3	16,1	28,2	14,1	11,3	10,0	9,5	11,2	16,8
Прочие кредиты	16,5	47,1	30,7	43,2	65,4	64,7	65,2	62,9	51,6
Прочее	8,2	3,1	3,8	1,0	0,7	1,1	1,2	0,7	1,0

* По данным Госкомстата

Таблица 2. Структура источников финансирования инвестиций в основной капитал отечественных предприятий, % к итогу

Наименование источников	Год									
	1990	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
Инвестиции в основной капитал, всего:	100	100	100	100	100	100	100	100	100	
В том числе:										
1. Собственные средства	47,9	49,0	47,5	49,4	45,0	45,2	45,4	47,7	54,0	
Из них:										
а) прибыль, оставляемая в распоряжении предприятия	23,6	20,9	23,4	24,0	19,1	17,8	19,2	22,4	22,1	
б) амортизационные отчисления	24,3	22,6	18,1	18,5	21,9	24,2	22,8	22,1	31,8	
2. Привлеченные средства	52,1	51,0	52,5	50,6	55,0	54,8	54,6	52,3	46,0	
Из них:										
средства консолидированного бюджета	22,4	21,8	22,0	20,4	19,9	19,6	17,9	20,1	10,4	
В том числе:										
а) из федерального бюджета	10,3	10,1	6,0	5,8	6,1	6,7	5,3	6,7	4,5	
б) из бюджетов субъектов РФ и местных бюджетов	12,1	11,7	16,0	14,6	13,8	12,9	12,6	13,4	5,9	
Прочие: (кредиты, заемные средства, от долевого участия)	29,7	29,2	30,5	30,2	35,1	35,2	36,7	32,2	35,6	

* Российский статистический ежегодник. М., Госкомстат, 1998; данные Федеральной службы государственной статистики за соответствующие годы.

Самофинансирование предусматривает осуществление инвестирования за счет собственных средств.

Привлечение капитала посредством эмиссии акций как метод финансирования используется обычно для реализации крупномасштабных проектов.

Кредитное финансирование применяется, как правило, при инвестировании в быстро-реализуемые и высокоэффективные проекты.

Финансовый (инвестиционный) лизинг, являющийся разновидностью кредита, но в материально-вещественной форме, используется по той же причине, что и кредитное финансирование. В отечественных условиях его распространяют лишь на движимое имущество.

Смешанное финансирование основывается на различных комбинациях вышеперечисленных методов и может быть использовано для всех форм инвестирования.

Используемые в конкретных условиях методы должны обеспечить решение следующих задач:

1) надежности финансирования в соответствии с графиком реализации инвестиционного проекта на протяжении всех его фаз: прединвестиционной, инвестиционной и эксплуатационной.

2) минимизации инвестиционных издержек в экономически целесообразных границах и роста дохода на собственный капитал.

3) финансовой устойчивости проекта и предприятия, где он реализуется.

Совокупность процедур инвестиционного анализа логично разделить на три блока:

1. Установление инвестиционных потребностей проекта;

2. Поиск источников финансирования и определение стоимости привлеченного капитала;

3. Оценка эффективности инвестиционного проекта путем сопоставления спрогнозированных денежных потоков с исходным объемом инвестиций.

Каждый проект требует индивидуально-го подхода к его финансированию. Но в любом случае процедура отбора начинается с определения внутренних финансовых возможностей предприятия, представленных такими

источниками, как амортизация и нераспределенная прибыль. Следует понимать, что как амортизация, так и чистая прибыль могут быть потрачены на разные цели, поэтому их сумма, взятая из баланса и отчета о прибылях и убытках, не эквивалентна величине собственных инвестиционных возможностей предприятия на разных интервалах прогнозного периода.

Для определения суммы средств от текущей деятельности предприятия, которые могут быть направлены на финансирование, рекомендуется составить укрупненный финансовый план деятельности предприятия без учета проекта технического перевооружения и определить сумму «свободных» средств, остающихся после осуществления всех операций, связанных с ведением обычных видов деятельности.

Кроме того, внутренним, хотя и не собственным, источником капитала является прирост кредиторской задолженности. Этот источник не может использоваться для финансирования обновления производственных мощностей, но идет на финансирование потребности в оборотных средствах, возникающей в результате реализации проекта технического перевооружения. Игнорирование потребности в финансировании прироста оборотного капитала является одной из распространенных ошибок при анализе инвестиционного проекта, предполагающего наращивание основных производственных фондов и, как следствие, объемов продаж. Игнорирование потребности в финансировании оборотных активов в свою очередь приводит к искусственному завышению показателей эффективности проекта. Если доходы и затраты текущей деятельности учитываются в денежных потоках проекта по факту отгрузки (методом начисления), то изменение потребности в финансировании оборотного капитала должно фигурировать в плане денежных потоков отдельной позицией. Такой подход соответствует рекомендации Международного центра промышленных исследований при ЮНИДО (определенный вклад в разработку практических методов оценки инвестиционных проектов внесли Ример М.И., Касатов А.Д., Кудряшов В.В.).

Следует указать еще на одну особенность финансирования проектов, связанную

с оборотными активами. В инвестиционной фазе проекта производственный процесс на предприятии может быть приостановлен либо снижены объемы выпуска. В результате наблюдается не прирост, а сокращение потребности в оборотном капитале. Часть оборотных активов может быть изъята из текущей деятельности и использована в качестве временного источника финансирования.

Следовательно, возникает потребность во внешних источниках финансирования проекта. Потребность во внешних источниках финансирования определяется как разность между общей потребностью в источниках финансирования (определяется на основании денежного потока, включающего доходы, инвестиционные и текущие расходы и налоги) и суммой внутренних (собственных) источников.

В настоящее время наиболее доступными внешними источниками финансирования обновления основных производственных фондов являются лизинг и инвестиционный банковский кредит. Выбор между альтернативами зависит от конкретных условий кредитного договора и договора лизинга, на которых соответствующие финансово-кредитные институты согласны предоставить заемный капитал.

По мнению российских ученых, в настоящее время наиболее вероятная возможность привлечения акционерного капитала для осуществления технического перевооружения существует при участии стратегического инвестора, а также при реализации схемы проектного финансирования, сущность которого рассмотрена далее. Нужно понимать, что в случае привлечения стратегического инвестора неизбежно его активное участие в управлении предприятием, которое в крайних случаях может привести к потере контроля за предприятием со стороны текущих инсайдеров (крупных собственников и топ-менеджеров).

Государственное финансирование технического перевооружения также могут получить далеко не все промышленные предприятия, а лишь те, деятельность которых имеет общегосударственное или региональное значение или подпадает под отраслевую

государственную программу развития. Но при любом способе финансирования технического перевооружения может быть целесообразным привлечение инвестиционного налогового кредита. Согласно ст. 66, 67 НК РФ инвестиционный налоговый кредит в форме уменьшения платежей по налогу на прибыль, региональным и местным налогам на срок от одного года до пяти лет могут получить организации, которые:

- осуществляют внедренческую или инновационную деятельность, в том числе создают новые или совершенствуют применяемые технологии, создают новые виды сырья и материалов;
- проводят научно-исследовательские или опытно-конструкторские работы либо техническое перевооружение собственного производства, в том числе направленное на создание рабочих мест для инвалидов или защиту окружающей среды от загрязнения промышленными отходами;
- выполняют особо важный заказ по социально-экономическому развитию региона или представляют особо важные услуги населению.

Таким образом, реализация проекта технического перевооружения действующего производства дает предприятию право на получение инвестиционного налогового кредита, процентная ставка по которому устанавливается в диапазоне от 0,5 до 0,75 ставки рефинансирования ЦБР, что значительно ниже ставок по кредитам коммерческих банков.

С точки зрения выдающихся ученых в области экономики, перспективным способом финансирования проектов технического перевооружения крупных промышленных производств является проектное финансирование. В мировой практике оно считается особенно актуальным для тех стран и регионов, которые нуждаются в расширении и модернизации производственных мощностей капиталоемких отраслей промышленности.

Часто для получения проектного финансирования и управления реализацией инвестиционного проекта создают отдельную управляющую компанию (проектное общество). Инициаторы проекта участвуют

в капитале управляющей компании в размере собственного вклада. Необходимые заемные средства направляются проектному обществу, а не инициаторам. В результате последние не отягощают своего кредитного потенциала и не ухудшают показателей структуры капитала, что позволяет говорить о внебалансовом финансировании как об одной из особенностей проектного финансирования.

Специфика проектного финансирования предполагает, что проекты реализуются на основе следующих принципов:

- строго определенная или обособленная экономическая деятельность в рамках проекта;
- грамотное управление рисками и наличие системы функциональных гарантий участников проекта;
- наличие проработанной финансовой модели, являющейся базой для инвестирования и финансирования;
- профессиональное управление проектом.

Далее, необходимо акцентировать внимание на некоторых особенностях инвестиционного анализа, напрямую связанных с

выбором источников финансирования инвестиционных проектов.

При выборе источников финансирования любого инвестиционного проекта целесообразно проанализировать их влияние на структуру капитала предприятия.

Общеизвестен алгоритм расчета показателей экономической эффективности инвестиций. Они определяются на основе величин чистых накопленных потоков проекта, т. е. притоков и оттоков без учета источников финансирования. Условно говоря, рассчитав NPV, IRR, PI и срок окупаемости на основании выручки от реализации, инвестиционных расходов, изменения потребности в оборотном капитале и налоговых выплат, получаем привлекательность проекта для одного инвестора, если он является единственным участником и инициатором проекта и финансирует его за счет собственного капитала. В подавляющем большинстве случаев финансирование технического перевооружения является смешанным, поэтому при оценке проекта необходимо учитывать его привлекательность как с точки зрения собственников, так и с точки зрения кредиторов.

Список использованной литературы:

1. Оценка рыночной стоимости машин и оборудования: Серия «Оценочная деятельность»: Учебно-практическое пособие. 1999.
2. Михеев В.Н., Товб А.С. Международные и национальные стандарты по управлению проектами, менеджменту проектов и профессиональной компетенции менеджеров проектов // Стандарты в проектах современных информационных систем: Сборник, 2002.
3. Шарп У., Александров Г., Бейли Дж. Инвестиции: Пер с англ. 1997.
4. Идрисов А.Б., Каргышев С.В. Стратегическое планирование и анализ эффективности инвестиций. 2-е изд., 1999.
5. Топсахалова Ф.М. Инвестиционная политика и основной капитал. 2005.