

### ИНВЕСТИРОВАНИЕ ПРОГРЕССИВНЫХ СТРУКТУРНЫХ СДВИГОВ В ПРОМЫШЛЕННОСТИ

Мингалева Ж.А.

*В статье рассматриваются проблемы поиска источников инвестирования прогрессивных структурных сдвигов в российской промышленности в условиях низкой капитализации большинства отечественных компаний. Анализируется процесс формирования системы отраслевых переливов капитала. Сформулированы принципы создания многоцелевого комплексного механизма инвестирования прогрессивных структурных сдвигов в промышленности. Разработаны методические положения, позволяющие оценить перспективы привлечения капитала из различных источников.*

Инвестиционная активность является ключевым условием осуществления структурных преобразований, развития экономики, укрепления конкуренции, в том числе на мировом рынке. Каждая страна, регион или предприятие выходит из инвестиционного кризиса своим собственным путем. Однако, независимо от иерархического уровня и масштабности, эффективная инвестиционная политика должна учитывать конкретные финансово-промышленные возможности того или иного предприятия (региона, страны), а полноценная и комплексная инвестиционная программа должна отражать возможности привлечения всех источников инвестирования. Поэтому одним из ключевых вопросов активизации инвестиционной деятельности является полный учет всех инвестиционных ресурсов экономического субъекта.

Традиционно в экономической теории классификации источников инвестиций различаются в зависимости от признаков, положенных в их основу. Например, если исходить из основного назначения источников, укрупненные инвестиционные расходы можно разделить на амортизационные, направленные на замену изношенного оборудования, здания и сооружений, и чистые инвестиции, расширяющие физический капитал, т.е. способствующие экономическому росту и т.д. В общем можно отметить, что в экономических науках анализ вопроса об источниках финансирования инвестиций проводится либо на микроуровне (с точки зрения отдельного предприятия, фирмы), либо на макроуровне (с точки зрения поиска источников инвестирования страной в целом). И в том, и в другом случае все источники инвестиций подразделяются на собственные (внутренние) и внешние, разным бывает только наполнение этих групп.

Так, на макроэкономическом уровне к внутренним источникам инвестиций относятся совокупные сбережения. В масштабе страны общий уровень сбережений зависит от уровня сбережений населения, организаций и правительства. Объем сбережений в стране непосредственно влияет на объем инвестиций. Как уже отмечалось, инвестиции представляют собой расходы на расширение основных фондов, которые обеспечивают производительную мощь всей экономики. Когда общество сберегает часть своего текущего дохода, это означает, что часть производства может быть направлена не на потребление, а на инвестиции.

К внешним источникам инвестиций на макроэкономическом уровне чаще всего относят иностранные инвестиции. Сюда включают частные прямые и портфельные инвестиции, а также иностранные кредиты и займы. Сейчас на иностранный капитал в виде инвестиций возлагаются большие надежды. Это объясняется несколькими причи-

нами. Во-первых, приток иностранной валюты в допустимых объемах всегда оказывает оздоравливающее действие на национальную экономику. Во-вторых, в эпоху интеграции и глобализации иностранные инвестиции являются одним из инструментов сближения национальных государств.

На микроуровне к собственным источникам инвестиций предприятия традиционно относят:

- собственные финансовые средства, формирующиеся в результате начисления амортизации на действующий основной капитал, отчислений от прибыли на нужды инвестирования, сумм, выплаченных страховыми компаниями и учреждениями в виде возмещения ущерба от стихийных и других бедствий и т.п.;
- иные виды активов (основные фонды, земельные участки, промышленная собственность в виде патентов, программных продуктов, торговых марок и т.п.);
- привлеченные средства в результате выпуска предприятием и продажи акций;
- средства, выделяемые вышестоящими холдинговыми и акционерными компаниями, промышленно-финансовыми группами на безвозвратной основе;
- благотворительные и другие аналогичные взносы;

а к внешним источникам инвестиций относятся:

- ассигнования из федерального, региональных и местных бюджетов, различных фондов поддержки предпринимательства, предоставляемые на безвозмездной основе;
- иностранные инвестиции, предоставляемые в форме финансового или иного материального и нематериального 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;
- различные формы заемных средств, в том числе кредиты, предоставляемые государством и фондами поддержки предпринимательства на возвратной основе (в том числе на льготных условиях), кредиты банков и других институциональных инвесторов (инвестиционных фондов и компаний, страховых обществ, пенсионных фондов), других предприятий, векселя;
- лизинг и другие средства.

Однако, с точки зрения формирования прогрессивных структурных сдвигов в экономике и создания эффективного механизма их инвестирования, этих классификаций недостаточно. Более того, на наш взгляд, именно отсутствие научно обоснованной и адекватной уровню и масштабности решаемых в рамках структурных реформ задач классификации источников ресурсов инвестиций и обусловило среди прочего неудачи отечественной структурной политики. Поэтому попытаемся разработать и предложить такую классификацию источников финансирования инвестиций, которая бы в наибольшей степени отражала особенности инвестирования именно структурных преобразований.

Как уже отмечалось ранее, структурные сдвиги и структурная политика в наиболее широком и часто употребляемом их понимании отражают изменения в отраслевой (секторальной) структуре экономики. Поэтому и источники финансирования структурных сдвигов должны, на наш взгляд, классифицироваться именно исходя из их соотношения с отраслевой (секторальной) основой возникновения финансовых ресурсов, а также потоками инвестиций. Тогда состав и классификация источников финансирования структурных сдвигов с учетом взаимосвязи основы возникновения финансовых по-

токов и их отраслевой направленности будут выглядеть следующим образом (см. табл.). Иерархия и взаимосвязь основных источников инвестирования прогрессивных структурных сдвигов в экономических системах представлена на рис. 1.

Таблица

**Отраслевая (секторальная) классификация источников инвестиций**

<b>Уровень</b>	<b>Виды источников инвестиций</b>	<b>Основа возникновения</b>
Внутри-отраслевые (внутрисекторальные)	Собственные средства предприятий	Финансовые средства, формирующиеся в результате начисления амортизации на действующий основной капитал, отчислений от прибыли на нужды инвестирования, сумм, выплаченных страховыми компаниями и учреждениями в виде возмещения ущерба от стихийных и других бедствий, доходы от эмиссии акций и ценных бумаг и т.д.
	Дополнительные средства, полученные в процессе отраслевой (секторальной) консолидации	Прирост акционерной стоимости капитала; объединение финансовых источников; прирост совокупной прибыли и увеличение абсолютного размера прибыли, направляемой на крупные инвестиционно-инновационные проекты; повышение кредитного рейтинга объединенной компании и пр.
	Инвестиции стратегических партнеров	Целевые средства, выделяемые стратегическими партнерами и направляемые на финансирование конкретных направлений, чаще всего НИОКР, разработки новой продукции, технологии и т.д.
Межотраслевые (межсекторальные)	Перелив капитала от финансово-избыточных отраслей в финансово-дефицитные	Финансирование за счет средств ресурсоизбыточных отраслей (ТЭК, экспортоориентированных отраслей) проектов, возникающих по технологической цепочке изготовления или реализации продукции (например, развитие транспортной, научной, информационной, образовательной инфраструктуры и пр.)
Государственные	Государство	Средства государственного бюджета, направляемые на финансирование крупных национальных проектов; средства стабилизационных фондов; льготы по налогам для инвестиционно активных предприятий и т.д.

Продолжение табл.

<b>Уровень</b>	<b>Виды источников</b>	<b>Основа возникновения</b>
----------------	------------------------	-----------------------------

	инвестиций	
	Региональные финансовые ресурсы	Средства регионального бюджета, направляемые на финансирование крупных национальных (региональных) проектов (в том числе в софинансировании с федеральными источниками); средства стабилизационных фондов регионов (корпораций развития); местные льготы по налогам для инвестиционно активных предприятий и т.д.
Внешние	Банковский сектор	Аккумулируемые свободные денежные средства (сбережения) населения и предприятий и развитие банковского кредитования
	Финансовые институты (институциональные инвесторы)	Средства страховых компаний, пенсионных фондов, инвестиционных фондов и т.д., направляемые на инвестиции в реальном секторе экономики
	Финансовые рынки	Средства, привлекаемые от частных инвесторов в результате размещения на бирже ценных бумаг (акций) предприятий
	Зарубежные источники	Финансовое или иное материальное и нематериальное участие в уставном капитале совместных предприятий; прямые вложения (в денежной форме) международных организаций и финансовых институтов, государств, предприятий и организаций различных форм собственности и частных лиц и т.д.

Предложенная классификация источников инвестиций позволяет более объективно оценить наличие реальных источников собственных средств, имеющихся к конкретным отраслям (секторам) экономики, и дополнительные потребности в них в виде привлеченных средств. Кроме того, предложенная классификация более адекватно отражает основные взаимоотношения между инвесторами и кредиторами в рамках крупных структурообразующих инвестиционных проектов, а также позволяет раскрыть формирование эффективных потоков финансовых средств в рамках структурных сдвигов в экономике.

Как уже отмечалось, одним из основных источников финансирования инвестиций являются собственные средства предприятий и организаций, которые формируются на основе следующих финансовых потоков. Во-первых, это начисления амортизации на действующий основной капитал, которые в современных российских условиях следует рассматривать в качестве важнейшего источника простого и расширенного воспроизводства капитала. Основное назначение амортизационных отчислений состоит в улучшении и обновлении активной части основных фондов и производственных мощностей.





Однако в настоящий момент у многих предприятий амортизационных отчислений недостаточно для обновления основных средств, так как в условиях постоянных неплатежей амортизационные отчисления не аккумулировались в фонде накопления, а перекачивались в фонд потребления и использовались для выплаты заработной платы, на текущие хозяйственные нужды и прочее (т.е. использовались не по назначению), а также просто обесценились под воздействием инфляции. Однако в условиях сохраняющейся неустойчивости экономической ситуации и одновременно необходимости усиления инновационной составляющей в инвестиционном процессе требуется ускорение накопления амортизационных отчислений и их вложения в реальные инвестиционные проекты, а для этого, в том числе, более активное использование механизма ускоренной амортизации активной части основных производственных фондов.

Кроме того, для повышения эффективности инвестиционной деятельности на предприятии необходимо создание действенного механизма рационального использования амортизационных отчислений, который предполагает:

- систематическое проведение переоценки основных фондов с учетом темпов инфляции и изменения рыночной стоимости основных элементов имущества (земли, зданий и сооружений, основного технологического оборудования);
- проведение экономически эффективной амортизационной политики (использование собственных амортизационных накоплений строго по назначению, неиспользуемые собственные инвестиционные ресурсы продать или сдать в аренду другому предприятию);
- осуществление жесткого контроля за целевым использованием средств фонда амортизации;
- обеспечение, путем переговоров с администрациями краев и областей, стимулирующих условий формирования фонда амортизации для тех промышленных предприятий, которые осуществляют инвестиции в прогрессивные структурные сдвиги.

Вторым крупным источником отчислений на нужды инвестирования во всем мире в стабильных экономических условиях выступает прибыль. Однако за годы реформ экономическое положение подавляющей части отечественных промышленных предприятий серьезно ухудшилось, возросло число убыточных предприятий. Поэтому в условиях современной российской экономики прибыль не всегда может быть источником инвестиционного финансирования: у многих предприятий прибыль носит нерегулярный характер и, кроме того, налоговое планирование на многих предприятиях часто преследует цель минимизации размера налогооблагаемой прибыли. Наконец, отрицательной тенденцией, усиливающей сокращение роли прибыли как источника финансирования воспроизводства основного капитала российских предприятий стало устойчивое снижение рентабельности производства во многих отраслях промышленности.

Третьим крупным внутренним источником инвестиций у предприятий является получение дохода от эмиссии и продажи ценных бумаг. В этой связи чаще всего используется публичное размещение акций предприятия на бирже (ИРО), а также размещение корпоративных облигаций. Наиболее активно в современных российских условиях используется второй инструмент: объем зарегистрированных выпусков корпоративных облигаций в 2005 г. составил почти 270 млрд. рублей. Однако существующие тенденции позволяют говорить о кардинальном изменении ситуации и об увеличении значимости ИРО уже в ближайшем будущем. Особая роль ИРО в качестве источника инвестиций заключается в том, что оно позволяет привлечь крупные финансовые средст-

ва, необходимые для финансирования инвестиционных проектов. При этом важным преимуществом IPO является то, что при его использовании активы предприятия не увеличиваются. IPO помогает компании финансировать свой рост, обеспечивает гибкость структуры капитала, снижает стоимость капитала и долговую нагрузку, максимизирует стоимость компании, обеспечивает ее ликвидность для акционеров. В случае, если у компании уже существует высокий уровень долговой нагрузки и незначительный поток для обслуживания долга, то для нее привлечение заемного капитала является нецелесообразным.

Поскольку важным преимуществом IPO является то, что оно дает возможность привлечь финансовые ресурсы с рынка акционерного капитала и – самое главное – открыть для компании возможность обращаться к этому источнику вновь и вновь (по отзывам ряда компаний, разместивших акции, у них возросли возможности привлечения дешевых заемных ресурсов), постольку в планах на 2006 – 2007 гг. у многих российских предприятий значится IPO. Информация о планах на 2006 – 2007 годы говорит о том, что бум IPO в России только начинается – успех проведенных сделок стимулирует новые. По расчетам экспертов журнала "Слияния и Поглощения", объем ожидаемых первичных размещений российских компаний в 2006 г. – \$22,49 млрд., в 2007 г. – \$13,54 млрд. (см., напр., [1]). В дальнейшем значение России на мировом рынке IPO будет расти: динамика первичных размещений и заявленные планы по IPO российских компаний свидетельствуют о том, что активизация российских IPO уже началась, и эта тенденция сохранится в течение последующих лет.

Однако, как уже отмечалось, проведение IPO – чрезвычайно сложный процесс, поэтому обращаться с этим инструментом нужно с особой осторожностью. Кроме того, в силу слабого развития российского фондового рынка и низкой культуры у населения навыков покупки ценных бумаг, этот источник финансирования доступен очень небольшому числу предприятий и небольшому числу инвесторов – только наиболее крупным.

Помимо названных трех наиболее значимых внутренних источников инвестиций на промышленных предприятиях (прибыль, амортизационные отчисления, доходы от эмиссии и продажи ценных бумаг) можно выделить и такие источники, как: средства работников предприятий; суммы, выплаченные страховыми компаниями и учреждениями в виде возмещения ущерба от стихийных и других бедствий; средства, выделяемые вышестоящими холдинговыми и акционерными компаниями, промышленно-финансовыми группами на безвозвратной основе; благотворительные и другие аналогичные взносы; иные виды активов (основные фонды, земельные участки, промышленная собственность в виде патентов, программных продуктов, торговых марок и т.п.) и т.п. Однако, как и в приведенном выше случае, эти источники достаточно специфичны и доступны не всем предприятиям.

Следующим важным внутриотраслевым источником финансирования инвестиций являются средства, которые могут быть получены в результате успешной консолидации капиталов фирм в процессе их слияний и поглощений.

Нужно отметить, что данное направление в отечественной науке практически не изучено. Основные работы, которые можно встретить по этому вопросу, посвящены анализу влияния сделок слияний и поглощений на уровень конкурентоспособности компании, их сравнению с другими способами создания интегрированных группировок, а также основным рекомендациям по осуществлению таких сделок в рамках интеграционного менеджмента. Зарубежные исследователи при анализе данных вопросов

обращают большее внимание оценке стоимости компаний при слияниях и поглощениях; синергетическому эффекту, возникающему при слияниях и поглощениях, а также вопросам управления этими процессами.

Однако вопросы влияния сделок по слияниям и поглощениям на активизацию инвестиционной деятельности в образуемых компаниях, практически нигде не рассматриваются. В то же время в условиях низкой капитализации бизнеса в России сделки по слияниям и поглощениям становятся одним из основных инструментов инвестирования. Поэтому данный вопрос и изучение данной тенденции приобретает для отечественной экономики особую значимость.

Слияния определяют такие показатели деятельности компании, как прибыльность, доля рынка и цена акций, а ценность слияния или поглощения заключается в повышении конкурентоспособности объединенного предприятия, увеличении акционерной стоимости и перемещении вверх по кривой консолидации. Поэтому количество сделок слияний и поглощений во всем мире (да и в России) постоянно растет. При этом, логика слияний и поглощений подчинена одним и тем же законам, каждая отрасль приводится в движение одними и теми же силами. И несмотря на то, что темпы объединения компаний то снижаются, то возрастают (слияния и поглощения также подвержены циклической динамике протяженностью порядка 25 лет), в целом остановить консолидацию невозможно. Она непрерывна и неизбежна, а ее влияние на отдельные отрасли весьма велико, иногда даже критично.

Значимость влияния процессов слияния и поглощения на функционирование отраслей и секторов экономики в целом объясняется следующим. Во-первых, как уже отмечалось, успешно осуществленные слияния и поглощения приводят к увеличению рыночной стоимости компаний (акционерной стоимости капитала), повышению прибыльности, росту доли рынка и цены акций, а также к усилению конкурентоспособности объединенного предприятия. Достижение большинства поставленных целей в конечном итоге приводит к формированию более значительных и стабильных фондов собственных средств объединенной компании, а также к повышению привлекательности компании для привлечения дополнительного инвестиционного капитала (как за счет выпуска акций, так и путем повышения статуса компании как кредитозаемщика).

Достигается это благодаря тому, что многие слияния способствуют возникновению синергетического эффекта в объединенной компании. При этом можно классифицировать синергетические эффекты по критериям, составляющим прибыль фирмы [2, с.26]:

1) торговый синергизм (проявляется при использовании общих каналов распределения для разных товаров, общего бренда группы товаров, при реализации стратегии "связанных" продаж);

2) операционный синергизм (проявляется в более эффективном использовании имеющихся производственных мощностей, персонала компании; снижении удельных издержек и операционных расходов на единицу товара);

3) инвестиционный синергизм (может быть следствием совместного использования оборудования, общих запасов сырья, использования НИОКР и "ноу-хау" при производстве различных продуктов);

4) управленческий синергизм (возникает при использовании опыта, квалификации, качеств управленческого персонала для реализации новых проектов, решении стратегических задач и т.д. Данный вид синергии присутствует в прибыли неявно через повышение конкурентоспособности компании, усиление её рыночной позиции, выбор наиболее эффективных решений).

Мировой опыт показывает, что чем больше отраслей и чем больше компаний охвачены процессами слияний и поглощений, тем быстрее идет оздоровление экономики. В России же пока рыночные, неконсолидированные отрасли, которые теоретически имеют все предпосылки для интеграционных процессов, прежде всего информационная, страховая, сельское хозяйство, машиностроение и ряд других, явно не являются лидерами рынка по слияниям и поглощениям. В перечисленных отраслях заключаются единицы и десятки сделок вместо возможных сотен трансакций в год.

Что же касается инвестиционных последствий концентрации большого числа слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли, металлургии и в отраслях по добыче полезных ископаемых, то, с одной стороны, значительные ресурсы, которыми обладают рассматриваемые структуры, позволяют им успешно конкурировать с международными компаниями, осуществлять экспансию на внешнем рынке, реализовывать крупномасштабные проекты. Однако, с другой стороны, ориентация крупнейших интегрированных бизнес-групп на сырьевые секторы консервирует зависимость национальной экономики от мировой конъюнктуры цен на полезные ископаемые, препятствует развитию перерабатывающих и высокотехнологичных отраслей, оттягивая на себя инвестиционные ресурсы. Кроме того, зачастую основное конкурентное преимущество таких структур формируется за счет низкой природной ренты и неучтенных капитальных затрат, возникших в период первоначальной приватизации.

Поэтому одним из важных направлений деятельности в области формирования прогрессивных структурных сдвигов в экономике должно стать усиление консолидации в рыночных, конкурентных отраслях российской экономики.

Следующим важным направлением анализа поиска дополнительных источников инвестирования прогрессивных структурных сдвигов в экономике является создание эффективно действующего механизма межотраслевого перелива капитала из отраслей, в которых он имеется в избытке, в отрасли, испытывающие его недостаток. Эта проблема является чрезвычайно сложной как в теоретико-методологическом плане, так и на практике. При этом поставленная проблема раскладывается еще на две: собственно поиск и создание каналов межотраслевого перелива капитала и оценка эффективности такого перелива.

Что касается первого вопроса, то, как показал анализ отечественной литературы, большинством исследователей [3, с. 21 – 27; 4, с. 37 – 45; 5; 6, с. 78 – 95] называются следующие теоретически возможные каналы перелива капитала от финансово-избыточных отраслей к ресурсо-дефицитным: 1) банковская система и финансовый рынок (в т.ч. рынок ценных бумаг); 2) вертикально интегрированные корпорации (когда экспортеры внутри своих корпораций создают каналы такого перелива капитала с целью диверсификации своей деятельности); 3) специальный государственный фонд, средства которого инвестируются в экономику.

Анализ возможностей и эффективности межотраслевого перелива капитала в прогрессивном направлении в рамках каждого из этих каналов показал следующее.

Банковский сектор и финансовые рынки. Как отмечают многие исследователи, в настоящее время российская экономика разделилась на два анклава, каждый из которых приобрел черты укладности, т.е. они "обросли" целым спектром институтов, каналов коммуникаций, расчетов, потоков капитала и т.д. В результате кредитное финансирование почти полностью приходится на экспортные предприятия и осуществляется, главным образом, в рамках тесных межфирменных взаимоотношений через так называемые "карманные" банки. Таким образом, банковская система практически закрыта

для "независимых" заемщиков, что в совокупности со слабым развитием финансовых рынков делает этот канал перераспределения в современных российских условиях малоэффективным.

Что касается перелива капитала внутри крупных корпораций, то эффективные механизмы перераспределения этих средств в обрабатывающие отрасли крайне ограничены. По существу, в последние годы основным способом перелива капитала из экспортных секторов российской экономики в другие отрасли являются приобретения крупными компаниями предприятий обрабатывающих отраслей и формирование крупных вертикальных и горизонтальных холдингов [5, с. 87]. Однако при потенциальной важности такой тенденции для структурной перестройки экономики этот процесс вряд ли сможет привести к изменению ресурсной ориентации экономики, т.е. сформировать прогрессивные структурные сдвиги. Объясняется это следующим.

*Во-первых*, затраты крупных корпораций на приобретение активов представляют собой в основном финансовые вложения, т.е. оплату уже существующих активов, что ведет к смене собственника, но не означает автоматических вложений в модернизацию и расширение производства.

*Во-вторых*, инвестиционные потребности ряда приобретенных предприятий из других секторов существенно превышают собственные возможности покупателей.

*В-третьих*, далеко не все крупные компании приняли на вооружение стратегию диверсификации. К тому же средств и менеджерского потенциала крупного бизнеса вряд ли хватит на все потенциально конкурентные отрасли.

*В-четвертых*, все вложения сырьевых холдингов – это вложения в уже существующие предприятия с ограниченными мощностями и серьезными накопленными проблемами.

Реальная же структурная перестройка промышленности предполагает крупные и долгосрочные инвестиции с длительными сроками окупаемости, которые российские компании пока практически не осуществляют.

Третий из обозначенных каналов перераспределения инвестиций – специальный государственный фонд, средства которого инвестируются в экономику – большинством авторов ассоциируется со Стабилизационным фондом. Однако здесь, как известно, существует четкое и пока непреклонное мнение Правительства РФ о целевом расходовании средств Стабилизационного фонда для досрочного погашения внешнего долга России и выравнивания расходов бюджета.

Кроме того, одной из особенностей исследований по механизму межотраслевого перелива капитала является то, что все эти работы посвящены анализу только одного из возможных направлений его создания. В то же время особенности структурных преобразований, усиливающаяся структурная зависимость во взаимодействии всех хозяйствующих субъектов требуют применения комплексного подхода к организации инвестиционного процесса в направлении стимулирования прогрессивных структурных сдвигов в промышленности.

Предлагаемый комплексный подход к инвестированию прогрессивных структурных сдвигов в промышленности представляет собой системно интегрированный процесс управления совокупностью инвестиционных проектов структурной направленности, подчиненных единому стратегическому замыслу, и ориентированный на успешную реализацию инвестиционной программы и обеспечение необходимых структурных сдвигов в промышленности. В общем виде предложенный комплексный подход к созданию механизма межотраслевого перелива капитала от финансово-избыточных

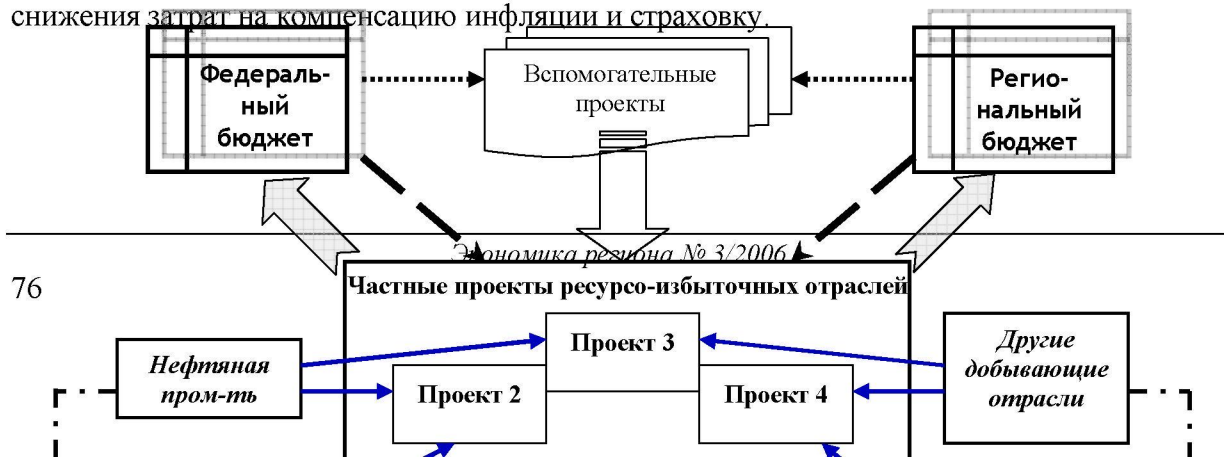
отраслей к ресурсодефицитным может быть представлен следующим образом (см. рис.2).

Преимуществом данного подхода является то, что он позволяет использовать кластерный подход к построению механизма межотраслевого перелива капитала, в рамках которого становится возможным теоретическое и практическое объединение предприятий различных отраслей для решения крупной стратегической задачи: создания транспортной инфраструктуры, энергетической инфраструктуры, развития комплекса инновационных предприятий, финансирования прорывных технологий и т.д., путем согласования частных интересов всех участвующих в финансировании проекта сторон с общественной выгодой проекта.

При комплексном проектировании выделяются основной (стратегический) структурообразующий проект, частные проекты в рамках основного и вспомогательные проекты. Вспомогательные проекты (проекты-доноры) обеспечивают жизнеспособность основного проекта, который собственно и выполняет долгосрочную задачу реализации структурных изменений. В зависимости от целевых установок и поставленных инвестиционных задач вспомогательные проекты могут выполнять как текущие функции выживания отдельных предприятий поддерживаемой отрасли (сектора) в неблагоприятных условиях и создания для них временного задела до начала отдачи от основного проекта, так и функции финансово-производственного обеспечения стратегического проекта и аккумуляции собственных денежных ресурсов для его реализации.

Конкретные роли вспомогательных проектов определяются общим финансово-экономическим положением отрасли/сектора (успешное, развивающееся, стабильное, выживающее и пр.), а также основными целями инвестиционного процесса в рамках общего проекта (например, деятельность бизнес-инкубаторов, технопарков, центров трансфера технологий по созданию, количественному наращиванию и укреплению позиций предприятий прорывных технологий, доведению их количества до критической массы, позволяющей отрасли (сектору) качественно (надежно) конкурировать с аналогичными отраслями других стран, функционировать самостоятельно. При этом задача формирования собственных ресурсов для осуществления инвестиционных структурообразующих проектов является актуальной для большинства российских предприятий, поскольку заемное финансирование связано с рядом ограничений.

Таким образом, комплексный подход к инвестированию может выступать как средство самофинансирования инвестиционного процесса многих отраслей и секторов, а взаимное перекрестное финансирование отдельных проектов выполняет функцию межотраслевого финансового лизинга: высокорентабельные проекты-доноры, кредитуемые внешним инвестором, и частные проекты предприятий ресурсо-избыточных отраслей могут успешно использоваться для финансирования стратегического основного проекта. Взаимодействие основного и вспомогательных проектов в рамках комплексного инвестирования может решать задачи как горизонтальной, так и вертикальной интеграции финансовых потоков, так как оба этих направления приводят к снижению финансовых рисков и способствуют стабилизации финансового состояния целой отрасли. Кроме того, рассмотренная схема в целом значительно рентабельнее дорогостоящих кредитных линий за счет снижения затрат на компенсацию инфляции и страховку.





Представленный на рис.2 механизм межотраслевого перелива капитала отражает в целом пути и возможные направления перемещения финансовых ресурсов для инвестирования прогрессивных структурных сдвигов. В реальной практике межотраслевого перелива капитала можно выделить два основных направления движения таких средств. Первое направление – перемещение ресурсов в рамках смежных отраслей и отраслевых комплексов. Например, между отраслями нефтедобычи и нефтепереработкой, между выпуском различных видов готовой продукции в рамках нефтепереработки, между отраслями химии и т.д. Вторым направлением межотраслевого перелива капитала является перемещение ресурсов из ресурсоемких отраслей в сектора и отрасли, не связанные с ними по технологической цепочке, однако обеспечивающие производственную деятельность вообще, а также способствующие улучшению предпринимательского климата в целом: в создание объектов производственной и транспортной инфраструктуры, образовательный комплекс, научную сферу, экологию и т.д. Первое направление чаще всего реализуется в процессе деятельности холдингов, интегрированных бизнес-групп. Второе направление – в рамках кластеров.

Рассматривая вопросы стимулирования межотраслевого перелива капитала, нужно учесть особую роль органов государственной власти, поскольку без государственной поддержки создать и запустить в действие такой механизм невозможно. Добиться более активного перераспределения стоимости в пользу отраслей высокой степени переработки на период реструктуризации, пока конкурентная несбалансированность не преодолена, можно, в том числе, с помощью мер государственного регулирования, среди которых можно выделить следующие.

Во-первых, разработка и принятие программы реструктуризации экономики России, которую необходимо рассматривать на двух уровнях: федеральном и региональном. Порядок распределения предприятий по этим уровням должен определяться исходя из важности выпускаемой продукции. При этом сама программа реструктуризации также должна распределяться по двум уровням.

Во-вторых, изменение налогообложения компаний минерально-сырьевого сектора путем введения налога на дополнительный доход от добычи углеводородов, имеющего своей целью изъятие государством минерально-сырьевой ренты, получаемой топливно-энергетическим комплексом, преодоление негативного для налогообложения эффекта трансфертных цен [7].

В-третьих, необходимо формирование специальной статьи в капитальных расходах федерального и регионального бюджетов для поддержки программы реструктуризации. Такая статья должна формироваться из средств, полученных в результате прогрессивного налогообложения прибыли и средств от поступления налога на дополнительный доход от добычи углеводородов и иных сырьевых ресурсов. За счет этих средств должны выдаваться государственные гарантии на ценные бумаги предприятий, участвующих в программе реструктуризации.

Средства этой статьи должны использоваться исключительно по назначению, т.е. для проведения структурной перестройки экономики, в соответствии с четко установленными приоритетами. Недопустимо расходовать эти деньги на стимулирование инвестиционного процесса в инвестиционно избыточных отраслях (ТЭК, черная и цветная металлургия, и пр.), даже для целей их модернизации. Доля последних в ВВП, в конечном счете, должна быть снижена, чтобы нивелировать сложное положение со структурными деформациями в экономике.

Необходимо расширение комплекса мер по повышению инвестиционной привлекательности модернизируемых и вновь создаваемых предприятий и отраслей. При этом работа должна идти на двух уровнях:

- 1) повышение инвестиционной привлекательности отдельных российских регионов (или групп регионов) путем улучшения инвестиционного климата в целом;
- 2) повышение инвестиционной привлекательности отдельных предприятий путем создания для них ситуации наибольшего благоприятствования (например, поставив их в основу "точек роста").

Важным, особенно в свете вступления России в ВТО, является проведение политики протекционизма и усиления валютного контроля с целью защиты интересов российских производителей и ограничения оттока капитала из страны. При этом протекционизм должен быть выборочным: слабые и ослабленные отрасли экономики должны быть защищены лучше, чем отрасли, имеющие сильные позиции на мировых рынках.

Еще одним направлением стимулирования инвестиционной активности в ресурсодефицитных отраслях и секторах экономики может быть поддержка государством инвестиционных программ, основанных на финансовом лизинге с привлечением фондового рынка. Лизинг дает весомые преимущества модернизируемым и создаваемым предприятиям: от них не требуется вкладывать в новое оборудование сразу всю его стоимость (платежи растянуты во времени), существует возможность не арендовать оборудование, а приобрести его в будущем. Предприятия, участвующие в государственной программе реструктуризации, могли бы создавать совместные лизинговые компании на основе складочного капитала. Акции таких предприятий могли бы выкупаться (или поддерживаться) государством, а средства, полученные от эмиссии этих акций (в том числе и от дополнительных эмиссий), могли бы направляться на закупку необходимого оборудования для модернизации предприятий.

Наконец, одной из важнейших задач в области создания и развития механизма межотраслевого перелива капитала является активизация деятельности фондового рынка, который в развитых странах обеспечивает перераспределение свободных финансовых ресурсов и составляет достаточно большую долю в заимствованиях промышленных предприятий для финансирования их инвестиционной деятельности. Что касается российского РЦБ, то возможности широкомасштабного увеличения долевого финансирования инвестиционных проектов через выпуск акций пока ограничены даже в среднесрочной перспективе. Это связано с проблемами корпоративного управления в российских компаниях. Поэтому многие авторы прямо говорят о долговом характере экономики России, который предопределяет преобладание долговых бумаг над долевыми (акциями) на российском фондовом рынке [8, с. 3 – 11; 9, с. 31 – 35]. Таким образом, развитие рынка долговых инструментов является наиболее эффективным в современных условиях методом привлечения финансовых ресурсов по сравнению с выпуском акций. Объясняется это следующим.

У корпоративных облигаций имеется ряд преимуществ перед другими видами финансирования, а именно: при использовании корпоративных облигаций зависимость заемщика от одного кредитора ослабляется; использование корпоративных облигаций относительно безопасно с точки зрения опасности перехвата корпоративного контроля со стороны кредитора; пробные небольшие займы на рынке корпоративных облигаций формируют кредитную историю и имидж первоклассного заемщика (особенно если облигации были своевременно погашены). За все время осуществления реформ на рынке корпоративных облигаций не наблюдалось сколько-нибудь серьезных "проколов" (де-

фолтов), что привело бы к подрыву доверия со стороны кредиторов к этой форме заимствования. Корпоративные облигации позволяют использовать увеличенные нормы кредитования, более гибкую систему управления обязательствами, что поможет снизить стоимость заемных ресурсов. Наконец, корпоративные облигации имеют ряд налоговых и стоимостных преимуществ по сравнению с банковскими кредитами и векселями.

Итак, что касается направлений перелива капитала, то основными из них являются:

- создание научно-технического и проектного задела для производства конкурентоспособных технических средств добычи и высокой степени переработки полезных ископаемых (в т.ч. углеводородов);
- разработка проектов технического перевооружения предприятий, производящих технические средства добычи и высокой степени переработки полезных ископаемых;
- реконструкция производств и технологических комплексов предприятий – потенциальных разработчиков и изготовителей технических средств добычи и высокой степени переработки полезных ископаемых;
- техническое перевооружение предприятий и строительство первоочередных объектов по добыче и высокой степени переработке полезных ископаемых.
- создание высокоэффективного технологического оборудования, материалов и технологий для производства технических средств добычи и высокой степени переработки полезных ископаемых (в т.ч. углеводородов);
- осуществление технического перевооружения и реконструкции предприятий судостроительной промышленности, производящих технические средства для отраслей добывающей промышленности и ТЭК;
- организация строительства первоочередных объектов нефтегазопромысловых комплексов, иных объектов добычи полезных ископаемых;
- обеспечение развития информационных технологий в области проектирования, организации и управления производством при создании технических средств добычи и переработки полезных ископаемых;
- разработка нормативного и метрологического обеспечения производства.

В целом, подводя краткий итог анализу фактического состояния и возможностей создания механизма межотраслевого перелива капитала от экспортоориентированных добывающих отраслей и топливно-энергетического комплекса, которые не относятся к наукоемкой сфере, но является экономически наиболее благополучным сегментом современной российской экономики, можно констатировать, что рассмотренная модель межотраслевого перелива капитала формируется в основном усилиями частных компаний, испытывающих острейшие потребности в повышении технического уровня производства. Ряд компаний нефтегазовой и металлургической промышленности начал выполнять новые для них функции структурообразующих элементов отраслевых инновационных систем.

Также достаточно активна в этом направлении в последнее время химическая промышленность, тесно связанная с нефтегазодобычей (а производство электрооборудования, электроники и оптики занимает в этом ряду только третье место). В среднем инновационными инвестициями занимаются сегодня в России только 10% промышленных предприятий, тогда как сопоставимый показатель для развитых стран составляет 25 – 30%. Основное препятствие на пути инвестиций в высокие переделы и инновации – нехватка собственных и кредитных ресурсов, недостаточная поддержка со стороны федеральных и региональных бюджетов.

Ключевым фактором эффективного функционирования системы межотраслевого перелива капитала в России в рыночных условиях должно стать появление крупных компаний, заинтересованных в постоянном обновлении структуры выпуска под давлением конкурентной среды.

Опыт развитых стран показывает, что именно крупным корпорациям доступна организация и успешная реализация крупных структурообразующих инновационно-инвестиционных проектов на магистральных направлениях технического прогресса, именно они выступают системным интегратором материальных, финансовых и кадровых ресурсов разного уровня, становятся основными потребителями изобретений и нововведений мелкого бизнеса, основными инициаторами прогрессивных структурных сдвигов в экономике.

К сожалению, в России в число 10 наиболее крупных бизнес-групп входит только одна компания, ведущая бизнес в сфере высоких технологий, – АФК Система, а остальные – это "нефтяники" и "металлурги".

Кроме того, среди них стало нормой корпоративного поведения признание необходимости создавать собственные научно-исследовательские центры прикладных исследований и отказ от поддержки институтов отраслевой науки, если они обслуживают интересы всех предприятий данной отрасли. Так, в процессе приватизации и акционирования научно-технических организаций нефтяного комплекса, входивших в советское время в состав производственных объединений, было сформировано 26 организаций, получивших статус внутрифирменной науки. Кроме того, на рынке научно-технических услуг для нефтяных компаний появились новые участники – фирмы, занимающиеся оказанием информационных услуг, маркетинговыми исследованиями, разработкой и внедрением информационных технологий в области организации и управления производственными процессами.

Бывшие головные научные организации, являющиеся основой отраслевой науки, получили статус самостоятельных акционерных обществ в ведении Минтопэнерго России [10, с. 51 – 52], а крупные нефтяные компании России сформировали собственные научные комплексы. В компании ОАО НК "ЛУКойл" приоритетным направлением научно-технического развития стала разработка сырьевой базы компании. В перспективе компания ставит цель стать лидером отрасли в области поиска, разведки, нефтедобычи, нефтепереработки и нефтехимии.

Другой рынок массового платежеспособного спроса, удовлетворяемого наукоемким производством, – лекарства, медицинские препараты и техника. В развитых странах наукоемкость фармацевтической промышленности является очень высокой, в крупных компаниях – лидерах глобального рынка – отношение затрат на научные исследования к стоимости продаж устойчиво держится на уровне 15 – 20%.

## **ЛИТЕРАТУРА**

1. Цховребов М. IPO: в Лондон через РТС / Слияния и Поглощения. 2006. № 39.

2. Лапшин П.П., Хачатуров А.Е. Синергетический эффект при слияниях и поглощениях компаний // Менеджмент в России и за рубежом. 2005. № 2. С. 26.
3. Белоусов Д.Р., Солнцев О.Г. Об использовании ресурсов стабилизационного фонда для стимулирования экономического роста // Проблемы прогнозирования. 2005. № 4.
4. Белоусов Д.Р. О возможностях налогообложения дополнительных доходов в нефтяной и газовой отраслях // Проблемы прогнозирования. 2005. № 2.
5. Дынкин А.А., Соколов А.А. Интегрированные бизнес-группы – прорыв к модернизации страны. М.: Центр исследования и статистики науки, 2001.
6. Дынкин А.А., Соколов А.А. Интегрированные бизнес-группы в российской экономике // Вопросы экономики. 2002. № 4.
7. Налоговая реформа в России: анализ первых результатов и перспективы развития / Коллектив авторов ИЭПП. М., 2003. Гл. 5.
8. Бойко И.П., Иванов В.В. Пути активизации инвестиционной деятельности в современных условиях России // Вестник СПбГУ. Сер. 5. 2001. Вып. 4 (№ 29).
9. Миркиш Я. Традиционные ценности населения и фондовый рынок // Рынок ценных бумаг. 2000. № 7.
10. Семенова А. Управление инновационными процессами // Экономист. 2005. № 5.