

УДК 658.15(075.8)

© А.Н. ТРОШИН, В.И. ФОМКИНА,
Е.Н. НИКУЛИНА, Е.В. ТАРАСОВА, 2009

ОСОБЕННОСТИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ АВИАЦИОННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ

Александр Николаевич ТРОШИН родился в 1937 г. в селе Васильевка Киргизской ССР. Заведующий кафедрой МАИ. Доктор экономических наук, профессор. Основные научные интересы — в области экономики и финансов государства. Автор более 130 научных работ. E-mail: k508@mai.ru

Alexander N. TROSHIN, D.Sci, was born in 1937, in Kirghizia. He is the Head of Department at the MAI. His research interests are in economics and finances of a state. Ph.D. Associated Professor at the MAI. His major research interests are in financial management. He has published more than 130 technical papers. E-mail: k508@mai.ru

Валентина Ивановна ФОМКИНА родилась в городе Москве. Профессор МАИ. Кандидат экономических наук, профессор. Основные научные интересы — в области финансового менеджмента. Автор более 50 научных работ. E-mail: k508@mai.ru

Valentina I. FOMKINA, Ph.D., was born in Moscow. She is now a Professor at the MAI. Her major research interests are in financial management. She has published more than 50 technical papers. E-mail: k508@mai.ru

Елена Николаевна НИКУЛИНА родилась в городе Москве. Кандидат экономических наук, доцент. Основные научные интересы — в области экономики инвестиций. Автор более 25 научных работ. E-mail: k508@mai.ru

Elena N. NIKULINA, Ph.D., born in Moscow. She is an Associate Professor at the MAI. Her research interests are in economics of investments. She has published more than 25 scientific works. E-mail: k508@mai.ru

Елена Владимировна ТАРАСОВА родилась в городе Москве. Кандидат экономических наук, доцент. Основные научные интересы — в области оценки стоимости предприятий. Автор более 40 научных работ. E-mail: k508@mai.ru

Elena V. TARASOVA, Ph.D., born in Moscow. She is an Associate Professor at the MAI. Her research interests are in the field of methods of estimate of business cost. She has published more than 40 scientific works. E-mail: k508@mai.ru

Рассмотрены основные методы финансирования инвестиционной деятельности авиационных предприятий. Показаны преимущества привлечения различных форм заёмного капитала.

There are revealed financing sources of investments in aviation industry. The advantages of using different forms of credits are detected.

Ключевые слова: капитал, стоимость, цена, облигации, финансирование.

Key words: capital, cost, price, bonds, financing.

Авиастроение является капиталоемким сектором экономики и предполагает интенсивную работу компаний на рынках капитала. Согласно Указу Президента РФ, подписанному 22 февраля 2006 г., основные компании российского военного и гражданского авиастроения объединены в рамках Объединённой авиастроительной корпорации (ОАК). В составе ОАК предприятия холдинга «Сухой», РСК «МиГ», КАПО (Казань), ВАСО (Воронеж), СП «Авиастар» (Ульяновск), АНТК им. Туполева, АК им. Ильюшина, лизинговые компании — ФЛК и ИФК. Для российских предприятий, которые станут частью ОАК, как никогда актуальна проблема разработки и запуска в серийное производство новых машин, способных конкурировать с зарубежными аналогами на внутреннем и международных рынках. В этой связи перед авиационной промышленностью стоит задача в кратчайшие сроки активизировать инвестиционную деятельность, что, в свою очередь, потребует аккумулировать значительные финансовые ресурсы, необходимые для дальнейшего развития авиационных предприятий.

В финансировании инвестиционных проектов участвуют государство, международные организации, юридические и физические лица, в том числе иностранные инвесторы. Можно выделить ряд типовых рекомендаций по способам привлечения финансовых ресурсов. В первую очередь, для финансирования инвестиций используют собственный капитал и долгосрочный заемный капитал.

Система финансирования инвестиционных проектов включает источники финансирования и организационные формы финансирования.

Классификация источников финансирования инвестиционных проектов производится по отношению собственности и по видам собственности. Источники финансирования разделяются на собственные; привлекаемые; заемные.

Выделяют :

- государственные инвестиционные ресурсы (бюджетные средства и средства внебюджетных фондов, государственные заимствования);

- финансовые ресурсы хозяйствующих субъектов коммерческого и некоммерческого характера, общественных объединений, физических лиц, в том числе иностранных инвесторов. Эти инвестиционные ресурсы включают собственные и привлеченные средства предприятий, а также коллективных инвесторов, в том числе инвестиционных фондов и компаний, паевых инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов, страховых компаний и пр.;

- инвестиционные ресурсы иностранных инвесторов (иностранное государство, международные финансовые и инвестиционные институты, институциональные инвесторы, банки и кредитные учреждения).

В таблице приведены типовые варианты организационных форм и источников финансирования инвестиционных проектов.

Важным источником финансирования экономики являются средства федерального бюджета и внебюджетных фондов. Без средств федерального бюджета и государственной поддержки инвестиционных программ невозможно эффективное разви-

Организационные формы финансирования	Источники финансирования инвестиционных проектов			
	Собственные и привлеченные средства предприятий	Бюджетные и внебюджетные государственные средства	Иностранные инвестиции	Заемные средства
1. Акционерное финансирование				
Участие акционеров в уставном капитале	+	+	+	
Корпоративное финансирование	+	+	+	+
2. Государственное финансирование				
Бюджетные кредиты на возвратной основе		+		
Ассигнования из бюджета на безвозмездной основе		+		
Целевые федеральные инвестиционные программы		+		
Финансирование проектов из государственных заимствований		+	+	+
3. Заемное финансирование				
Лизинг			+	+
Банковские ссуды и кредиты, займы, в том числе облигационные		+	+	+
Иностранные кредиты			+	+

тие отраслей оборонного, промышленного и социального комплекса.

Бюджетное финансирование инвестиционных проектов осуществляется в формах: финансовой поддержки эффективных инвестиционных проектов на условиях размещения выделенных бюджетных средств на конкурсной основе и централизованного финансирования федеральных инвестиционных программ.

На планируемый финансовый период 2010—2012 г. выделяется значительный объём субвенций в адрес авиационной промышленности.

Акционерное финансирование включает:

- дополнительные эмиссии ценных бумаг под конкретный инвестиционный проект, в том числе эмиссию акций и размещение их среди заинтересованных инвесторов, эмиссию долговых обязательств в виде инвестиционных сертификатов, облигаций;

- формирование специализированных инвестиционных компаний и фондов, в том числе паевых, в форме акционерных обществ с эмиссией ценных бумаг и инвестированием полученных средств в инвестиционные проекты.

Акционерное финансирование является основной альтернативой кредитному финансированию. Стандартным вариантом финансирования инвестиций в авиационную промышленность является банковское кредитование. Оно осуществляется в различных формах, в том числе:

- срочный кредит, предусматривающий предоставление кредита на срок и последующее его погашение;

- контокоррентный кредит с ведением текущего счета предприятия банком-кредитором и выделением для погашения обязательств предприятия сумм в пределах, оговоренных кредитным договором;

- учетный кредит. Предоставляется банком путем покупки (учета) векселя предприятия до наступления срока платежа;

- акцептный кредит. Используется, как правило, во внешней торговле и предоставляется путем акцепта банком выставленных на него экспортером трат.

Для инвестиционной деятельности авиационных предприятий особое значение приобретают долгосрочные кредиты, а краткосрочные кредиты поддерживают оборачиваемость оборотных активов и платёжеспособность фирмы. Долгосрочное и краткосрочное кредитование осуществляют не только кредитные организации, но и иные финансовые институты, в том числе, например, лизинговые компании, страховые компании в пределах части страховых резервов, негосударственные пенсионные фонды и инвестиционные фонды с целью наращивания капитала.

Для многих авиационных предприятий лизинг является особой формой обеспечения эффективной инвестиционной деятельности. Инвестирование временно свободных средств по договору финансовой аренды (лизингу) означает, что арендодатель (лизингодатель) обязуется приобрести в собственность обусловленное договором имущество у определенного продавца и предоставить это имущество арендатору (лизингополучателю) за плату во временное пользование для предпринимательских целей.

Практика лизинговой деятельности в РФ показывает, что имущество, переданное в лизинг, в течение всего срока действия договора лизинга является собственностью лизингодателя, за исключением имущества, приобретаемого за счет бюджетных средств, но по законодательным актам условия постановки лизингового имущества на баланс лизингодателя или лизингополучателя определяются по согласованию между сторонами договора лизинга. В зарубежных странах в соответствии с МФСО лизинговое имущество всегда передаётся лизингополучателю. Это означает, что амортизация начисляется у лизингополучателя.

Все лизинговые операции делятся на два типа:

- оперативный лизинг с неполной окупаемостью, при котором затраты лизингодателя, связанные с приобретением имущества, сдаваемого в лизинг, окупаются частично в течение первоначального срока аренды;

- финансовый лизинг с полной окупаемостью, при котором затраты лизингодателя, связанные с приобретением имущества, сдаваемого в лизинг, окупаются полностью в течение первоначального срока аренды. Сумма аренды достаточна для полной амортизации имущества и обеспечивает фиксированную прибыль лизингодателя.

В рамках финансового лизинга различают:

- лизинг с обслуживанием — соглашение, предусматривающее выполнение лизингодателем ряда дополнительных услуг, связанных с содержанием и обслуживанием имущества;

- левиредж-лизинг — сделка, при которой большая доля (по стоимости) сдаваемого в аренду имущества берется лизингодателем у третьей стороны;

- лизинг «в пакете» — система, при которой здания и сооружения предоставляются в кредит, а оборудование сдается по договору в аренду.

Исходя из источника приобретения объекта лизинговой сделки выделяют прямой лизинг, предполагающий приобретение имущества лизингодателем у его производителя в интересах лизингополучателя, и возвратный лизинг, заключающийся в предоставлении предприятием-производителем его собственного имущества в аренду лизинговой компании с одновременным подписанием контракта о его аренде.

Цена капитала, вложенного в лизинг имущества, обычно выше цены банковского кредита.

Инвестиции также могут финансироваться за счет эмиссии облигаций и векселей. Долговые ценные бумаги применяют для финансирования проектов модернизации, диверсификации и расширения объемов производства.

Основной особенностью проектного финансирования, в отличие от акционерного и государственного, является учет и управление рисками, распределение рисков между участниками проекта. Проектное финансирование называют также финансированием с определением регресса. Регресс — это требование о возмещении предоставленной в заем суммы.

Среди форм проектного финансирования выделяют:

- финансирование с полным регрессом на заемщика, то есть наличие определенных гарантий или ограничений ответственности кредиторов проекта. Риски проекта в основном у заемщика. Финансирование с полным регрессом на заемщика используется для малоприбыльных и некоммерческих проектов;

- финансирование без права регресса на заемщика, то есть кредитор принимает на себя все риски, связанные с реализацией проекта. Стоимость этой формы кредитор увеличивает, чтобы получить соответствующую компенсацию за высокий уровень риска. Такие проекты имеют высокую прибыльность, они характерны для внедрения прогрессивных технологий производства продукции;

- финансирование с ограниченным правом регресса. В этом варианте идет распределение рисков проекта между его участниками, которые принимают на себя конкретные коммерческие обязательства.

Ограниченное применение форм проектного финансирования на авиационных предприятиях обусловлено тем, что внутренние рынки кредитов не имеют достаточных финансовых ресурсов или ликвидных средств, необходимых для финансирования капиталоемких проектов с длительным сроком погашения кредитов.

Для расширения проектного финансирования необходимо привлечение иностранных кредитов для финансирования крупных проектов. При этом требуется решение вопросов о гарантиях или компенсации политических рисков путем страхования.

Для координации инвестиционной деятельности создан Федеральный центр проектного финансирования. Он осуществляет работу по подготовке и реализации проектов, предусмотренных соглашениями между Российской Федерацией и международными финансовыми организациями.

Для координации финансирования инвестиционных проектов создан финансово-банковский союз, его функции направлены на привлечение иностранных кредитов и других ресурсов инвестиционного характера для финансирования приоритетных проектов, реализуемых на коммерческой основе; для выхода российских предприятий на зарубежные финансовые рынки, для размещения акций, выпуска облигационных займов.

Отметим, что предприятие, не имеющее кредитной истории, вынуждено платить завышенную премию инвесторам за риск.

В случае положительной кредитной истории предприятие будет иметь возможность привлечь больший объем финансовых средств посредством других финансовых инструментов при меньшей премии инвесторам за риск. Таким способом привлечения финансирования является IPO.

Классическое определение IPO Комиссии по ценным бумагам и биржам США: Initial public offering (IPO) имеет место, когда компания впервые размещает свои акции. В России интерпретация IPO приобретает более широкое значение: первичное размещение акций на бирже, вторичное размещение акций посредством выпуска ADR (GDR), иногда — размещение конвертируемых облигаций.

IPO позволяет привлекать такие объемы финансовых ресурсов, которые необходимы для реализации инвестиционных программ. Достоинства и преимущества IPO могут быть выявлены посредством сравнительного анализа данного механизма привлечения финансирования с альтернативными источниками привлечения капитала. В международной практике посредством эмиссии акций финансируется до 15—20% всех инвестиций в основной капитал.

С учетом особенностей авиастроения публичное первичное размещение акций (IPO) — важный стратегический шаг для развития авиационных компаний, который позволит обеспечить финансирование инвестиционной деятельности в отрасли.

В качестве одного из критериев эффективности IPO можно использовать показатель средневзвешенной стоимости капитала (weighted average cost of capital, WACC). Это означает, что публичное размещение акций для компании будет экономически оправданно, только если в среднесрочной перспективе стоимость привлеченных инвестиций будет ниже или равна средневзвешенной стоимости капитала компании до проведения IPO. Сопоставление доходности капитала с WACC показывает, приносит ли бизнес реальный доход компании и ее собственникам при определении добавочной экономической стоимости (economic value added, EVA = ROC — WACC). Другими словами, значе-

ние WACC — та минимальная доходность, которую должен генерировать бизнес.

Для того чтобы количественно обосновать необходимость проведения публичного размещения акций, необходимо:

- определить средневзвешенную стоимость капитала компании до IPO;
- рассчитать стоимость привлечения публичного капитала;
- сравнить среднюю стоимость привлечения публичного капитала и средневзвешенную стоимость капитала компании (WACC).

Для оценки затрат на проведение IPO составляется смета расходов. После того как она составлена, необходимо оценить в процентах стоимость привлеченного капитала, то есть определить отношение итоговой суммы затрат на проведение IPO к сумме привлекаемого рыночного капитала.

В настоящее время для ряда авиационных фирм корпоративные облигации являются одним из наиболее перспективных источников финансирования инвестиционной потребности в основных и оборотных средствах.

Выпуск облигаций при прочих равных условиях позволяет коммерческим организациям привлекать заемные средства на более длительные сроки по сравнению с банковским кредитом и векселями, поскольку он дает возможность привлекать на открытом рынке средства одновременно многих и разных кредиторов, что обеспечивает снижение стоимости заемных ресурсов;

Отличие от первичного рынка акций, используемого главным образом как механизм перераспределения собственности, размещение облигаций позволяет коммерческим организациям привлекать реальные финансовые потоки. В сравнении с акциями облигации являются более привлекательным финансовым инструментом для инвесторов, поскольку облигации представляют большую определенность с точки зрения условий возврата заемных средств.

Предприятие, планирующее выпуск и размещение облигаций, должно иметь устойчивое финансовое положение, хорошие перспективы развития, а облигационный заем должен быть обеспечен активами предприятия.

Но преимущества корпоративных облигаций могут проявиться лишь на развитом рынке ценных бумаг. Корпоративные облигации являются наибо-

лее динамично растущим сегментом финансового рынка. Принимая решение о выпуске облигаций, предприятию очень важно правильно определить вид корпоративной облигации. Так, например, выпуская облигации с фиксированным процентным доходом на длительный период времени, эмитент несет процентный риск, связанный со снижением процентных ставок в будущем. Если процентные ставки снижаются, то коммерческая организация реализует свое право на досрочный выкуп, чтобы не платить слишком высокие проценты. Взамен погашаемых ценных бумаг организация может выпустить новые облигации с меньшей купонной ставкой, что снижает стоимость обслуживания долга.

Предприятию необходимо регулярно проводить мероприятия по повышению интересов инвесторов к облигациям. Необходимо поддерживать открытость за счет получения рейтинга от рейтингового агентства.

Если доходность реализуемых инвестиционных проектов превышает цену привлекаемого капитала, предприятие создает дополнительную чистую приведенную стоимость (EVA), то есть увеличивает капитал собственников.

Выводы

Итак, для устойчивого финансирования инвестиционной деятельности предприятий авиационной промышленности необходимо определение потребностей в финансовых ресурсах, обоснование структуры капитала и формирование портфеля источников финансирования предприятия.

Финансирование путем привлечения займов выгодно для предприятия — его стоимость растет, снижается средневзвешенная цена капитала компании, увеличивается рентабельность акционерного капитала.

Увеличение доли заёмных средств в структуре обеспечивает эффект финансового рычага, то есть прирост рентабельности собственного капитала.

Библиографический список

1. Ковалёв В.В. Финансовый менеджмент. — М.: Проспект, 2009.
2. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс: В 2 т./ Пер. с англ. под ред. В.В. Ковалёва. — СПб: Экономическая школа, 2003.

Московский авиационный институт
Статья поступила в редакцию 20.11. 2009