Федеральное государственное общеоразовательное учреждение высшего
профессионального образования
**«Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации»**
Факультет «Финансы и кредит»
Кафедра «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»
_____Б.Б. Рубцов
«__» _____ 2010 года

# Выпускная квалификационная работа Степановой Алеси Андреевны на тему: «Мобилизаций ресурсов на финансовом рынке для финансирования инвестиционных программ российских промышленных предприятий»

Специальность «Финансы и кредит»
Специализация «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

Научный руководитель:
Ассистент, Станик Н.А. _____

**Москва 2010**

# СОДЕРЖАНИЕ

**ВВЕДЕНИЕ.** ..... **3**

**ГЛАВА 1.**
**ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ВЫБОРА СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА КОМПАНИИ.** ..... **7**

§ 1. Теоретические модели структуры капитала компании. ..... 8
§ 2. Эмпирические исследования в области структуры капитала компании. ..... 16
§3. Оптимальная структура капитала компании. ..... 23

**ГЛАВА 2.**
**МОБИЛИЗАЦИЯ РЕСУРСОВ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ ДЛЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОГРАММ РОССИЙСКИХ ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ.** ..... **26**

§1. Совокупность долгосрочных источников финансирования инвестиционных проектов. ..... 26
§2. Финансирование капитальных вложений. ..... 34
§3. Финансирование сделок по приобретению бизнеса либо активов. ..... 46

**ГЛАВА 3.**
**ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ РОССИЙСКИМИ ПРЕДПРИЯТИЯМИ МАШИНОСТРОЕНИЯ.** ..... **59**

§1. Анализ машиностроительного комплекса России. ..... 60
§2. Источники финансирования деятельности предприятия на примере Группы ОАО «Объединенные машиностроительные заводы». ..... 73

**ЗАКЛЮЧЕНИЕ.** ..... **89**

Список использованной литературы. ..... 95
Приложение 1 ..... 102
Приложение 2 ..... 104
Приложение 3. ..... 106
Приложение 4. ..... 107
Приложение 5 ..... 110
Приложение 6. ..... 111
Приложение 7 ..... 113
Приложение 8. ..... 114

# Введение.

Новое десятилетие началось для России с продвижения стратегии модернизации производственных мощностей и внедрения инноваций. Технологические инновации – главная движущая сила экономического прогресса, а набор вызовов и угроз, стоящих сегодня перед нами и следующими поколениями, носит технологический и научный характер. От эффективности внедрения технологических инноваций в процесс производства зависит будущий экономический рост и конкурентоспособность России. Многие отрасли промышленности подошли к порогу, когда без модернизации и нового инновационного продукта у них нет будущего. Мировой экономический кризис продемонстрировал слабость экономики, основанной на советском наследии. Это справедливо не только в отношении технической базы, но и уровня внедрения новых технологий.

Несмотря на это, наблюдавшийся в докризисные годы подъем российской экономики позволил некоторым предприятиям сократить разрыв в уровне технического оснащения производственных мощностей. Сегодня в некоторых отраслях промышленности предприятия могут предъявить выполненные модернизационные проекты: построенные заводы, разработанные технологии, новые продукты мирового уровня. К примеру, подавляющее большинство металлургических предприятий перешли от доменной выплавки стали к электросталеплавильному производству. Однако осуществление подобных проектов стало возможным только за счет доступности значительных объемов инвестиций в предшествующие кризису годы.

Под влиянием внешних факторов, а именно модели, когда перепроизводство стимулируется перепотреблением, предприятиям приходится переоснащать производства для удовлетворения постоянно растущего спроса. Постоянное наращивание темпов роста и объемов

производства нередко вызывает несоответствие между источниками финансирования и целями, на которые они привлекаются как по срокам, так и по качеству. Данные диспропорции стали особенно заметны с осени 2008 года, когда рефинансирование коротких займов за счет нового привлечения стало затруднительным даже для компаний второго и качественного третьего эшелона.

Таким образом, для обеспечения благоприятных долгосрочных перспектив развития бизнеса, менеджменту необходимо формировать оптимальную структуру источников финансирования, сбалансированных по срокам, целям и качеству с финансируемой инвестиционной программой.

*Целью дипломной работы* является выявления фундаментальных предпосылок выбора источников привлечения инвестиций, для финансирования инвестиционных программ российских промышленных предприятий.

*Для достижения указанной цели поставлены следующие задачи:*

1. Рассмотреть теоретические и практические предпосылки формирования оптимальной структуры капитала компании.
2. Определить совокупность доступных предприятию долгосрочных источников финансирования.
3. Идентифицировать оптимальные источники финансирования для осуществления капитальных вложений.
4. Выявить доступные источники для финансирования приобретения бизнеса либо активов;
5. Провести качественный и количественный анализ текущего состояния и перспектив развития российской промышленности на примере отрасли машиностроения для выявления всего комплекса условий, влияющих на принятие решения о выборе источников финансирования.

*Предмет и объект исследования.*

Объектом исследования в работе выступает финансирование инвестиционных программ российских промышленных предприятий. Предметом исследования служат факторы, определяющие выбор источников инвестиций для финансирования инвестиционных программ российских промышленных предприятий.

*Ограничения на предметную область.*

Для целей данной работы предполагается, что инвестиционная программа предприятия имеет два направления реализации:

– *Капитальные вложения* – строительство, реконструкция, модернизация объектов основных средств собственными силами для нужд собственного производства;
– *Покупка бизнеса либо активов*, то есть обеспечение доступа к новым рынкам сбыта, региональная экспансия, обеспечение доступа к ресурсам, консолидация активов и проч. посредством проведения сделок слияния и поглощения.

*Методология и методика исследования.*

Теоретической и методологической базой исследования являются труды российских и зарубежных ученых в области корпоративных финансов, а также материалы статей в сборниках и периодической печати по рассматриваемым в дипломной работе вопросам. Также были использованы официальные данные Федеральной Службы Государственной Статистики и аналитические материалы государственных органов исполнительной власти.

Методологическую основу дипломной работы составляют следующие общенаучные методы познания: обобщение, сравнение, идеализацию, синтез, измерение, анализ, логический метод и моделирование. Для проведения качественных и количественных оценок использовался статистический и графический методы.

*Объем и структура работы.*

Работа состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка литературы и приложений. Всего в работе 114 стр., в том числе библиографический список литературы – 7 стр., приложения – 14 стр., таблицы – 17, рисунки – 6, схемы – нет.

В первой главе данной работы будут рассмотрены модели оптимальной структуры капитала компании и эмпирические исследования в области структуры капитала.

Во второй главе представлен укрупненный перечень источников финансирования, которые традиционно разделяются на внутренние и внешние. Далее, подробно рассматриваются возможные источники финансирования в зависимости от направления инвестиционной программы предприятия.

В третьей главе приведен анализ сектора машиностроения, для выявления факторов оказывающих воздействие на принятие решения о финансировании, также рассматриваются источники финансирования деятельности компании на примере предприятий Группы ОАО «Объединенные машиностроительные заводы» (ОМЗ). Для целей данной работы машиностроительный комплекс был выбран в связи с тем, что отрасль агрегирует большую часть проблем, характерных российской экономике, а также составляет 20% промышленного производства России, уступая только топливно-энергетическому комплексу.

# Глава 1. Теоретические аспекты выбора структуры капитала компании.

При бесконечной сложности реального мира
процедура принятия решений является
скорее эвристической, рассудочной,
имитационной и нащупывающей.
*М.Миллер «Debt and Taxees» Journal of Finance. Vol.32. 1997*

Теория улучшает наше понимание того, как определенные процессы должны функционировать. В связи с чем, приступая к рассмотрению вопроса о выборе источников финансирования инвестиционной деятельности, первое, что должно приниматься во внимание, существует ли оптимальная структура соотношения собственных, заемных и привлеченных источников?

Эффективность деятельности предприятия напрямую зависит от структуры капитала, механизмов его формирования и функционирования. Главной задачей управления структурой капитала является снижение его стоимости для компании и повышение его финансовых возможностей. В связи с этим, необходимо проводить анализ возможных источников финансирования и сравнительного экономического эффекта от их использования.

В первом параграфе данной главы будут рассмотрены теоретические аспекты существующих моделей структуры капитала, влияние структуры капитала на стоимость компании. Второй параграф посвящен эмпирическим исследованиям в области структуры капитала на примере компаний США и России. Данная глава полностью базируется на существующих теоретических концепциях и проведенных эмпирических исследованиях.

Конечно же, теория структуры капитала базируется на иногда масштабных финансовых вычислениях, но в данной работе доказательство и выведение теорем и моделей не является основополагающим, в связи с чем, предлагаем рассмотреть только выводы данных моделей.

Наиболее подробно рассматриваемые модели приведены в исследованиях зарубежных авторов, однако в 2004 г. в России была издана книга «Структура капитала корпорации: теория и практика»[1], в которой представлено критическое изложение существующих теорий в рамках отдельных моделей. Таким образом, если не указано иное, представленные в данной главе материалы основаны на вышеупомянутой работе.

## *§ 1. Теоретические модели структуры капитала компании.*

Существует несколько определений структуры капитала, для целей данной работы будет использоваться следующее: *структура капитала – совокупность источников финансирования, которые использует компания.* Задача менеджмента заключается в нахождении такой комбинации источников финансирования, при которой рыночная стоимость корпорации была бы максимальной.

Базой современной теории структуры капитала является теорема разработанная нобелевским лауреатом Франко Модильяни и Мертоном Миллером опубликованная в 1958г. в работе «Издержки по привлечению капитала, корпоративные финансы и теория инвестирования». Данная теория справедлива для эффективного фондового рынка, на котором выполняются следующие условия:

1. На рынке присутствует значительное количество продавцов и покупателей;
2. участники фондового рынка могут занимать и ссужать неограниченные объемы денежных средств под безрисковую ставку процента;
3. отсутствуют издержки банкротства;

[1] Рудык Н.Б. Структура капитала корпорации: теория и практика. – М.: Дело, 2004. – 272с.

4. компания эмитирует только два типа ценных бумаг: безрисковые облигации и рискованные акции;
5. фондовый рынок обладает сильной формой информационной эффективности;
6. отсутствуют агентские издержки;
7. отсутствует налогообложение;
8. все потоки денежных средств равны константе.

При выполнении данных условий теорема Модильяни – Миллера гласит, что *стоимость компании не зависит от структуры ее капитала*. Другими словами менеджмент может случайным образом выбирать источники финансирования, так как на стоимость компании это не окажет никакого влияния. Звучит парадоксально.

Первыми изменениями, коснувшимися теоремы, было ослабление предположения об отсутствие налогообложения. Введя в анализ налог на прибыль, выяснилось, что теорема Модильяни – Миллера не приспособлена под условия реального мира, в котором доходы компании облагаются налогами, а процентные платежи по обслуживанию заемного капитала уменьшают налогооблагаемую базу. Как результат – стоимость компании стала зависеть от структуры капитала, и, увеличивая долговую нагрузку, компания получила возможность бесконечно увеличивать свою стоимость. Однако в 1977г. Миллер вводит в модель налог на доходы физических лиц и получает результаты оригинальной теоремы 1958г. – стоимость компании не зависит от стоимости ее капитала.

Теорема Модильяни – Миллера является прямым следствием ее предположений. Критике можно подвергнуть каждое из них, так как в реальном мире крайне тяжело встретить ситуацию эффективного фондового рынка.

Следовательно, чтобы получить ответ, чем должен руководствоваться менеджмент для принятия эффективных решений о финансировании, следует последовательно ослаблять предположения оригинальной теории Модильяни

– Миллера, то есть делать их более реалистичными. В результате исследование сводится к изучению уже разработанных моделей структуры капитала:

– модель стационарного соотношения;
– модель асимметричной информации;
– модель агентских издержек;
– модель корпоративного контроля.

Рассмотрим каждую из этих моделей и посмотрим, как влияет ослабление отдельных предположений на модель Модильяни – Миллера.

**Модель стационарного соотношения**

В отличие от оригинальной модели Модильяни – Миллера, модель стационарного соотношения основана на предположении, что издержки банкротства все-таки существуют. То есть, в случае неспособности компании удовлетворить требования кредиторов, компания несет значительные юридические и временные затраты. У крупных компаний издержки банкротства могут составлять сотни миллионов долларов.

Бремя издержек банкротства ложится на держателей долговых обязательств, за что они требуют дополнительную премию (более высокий купон, дисконт, ставка процента). Подобное требование компенсируется за счет части прибыли, которая могла бы быть направлена на выплаты акционерам. Таким образом, на стоимость корпорации оказывают влияние не только объемы будущей прибыли, но и издержки возможного банкротства.

Теория стационарной взаимосвязи, разработанная в 1984г. в работе Стюарта Майерса «Пазл структуры капитала» звучит следующим образом: оптимальная структура капитала – это такая структура капитала, при которой приведенная стоимость налоговых щитов полностью покрывает приведенную стоимость издержек банкротства. Налоговые щиты появляются при использовании заемных источников финансирования, так как плата за их использование уменьшает налогооблагаемую базу. Чем выше долговая нагрузка на компанию, тем выше вероятность того, что компания не сможет

отвечать по своим долговым обязательствам, следовательно, тем выше вероятность банкротства. Получается прямая зависимость между уровнем долговой нагрузки и ожидаемыми издержками банкротства. Предполагая, что менеджмент действует рационально, структура капитала формируется так, чтобы позволить компании получить максимум выгод при минимальных издержках. Таким образом, возвращаемся к основному выводу модели Майерса: *оптимальная структура капитала – это такая структура капитала, при которой приведенная стоимость налоговых щитов полностью покрывает приведенную стоимость издержек банкротства*.

**Модели асимметричной информации**

В оригинальной модели Модильяни – Миллера предполагалось, что рынок является эффективным. Однако в реальном мире крайне тяжело встретить абсолютную форму эффективности, в связи с чем, в моделях асимметричной информации предполагается, что на рынке имеются значительные информационные асимметрии.

Модели асимметричной информации разделяются на инвестиционные и сигнальные. Начнем рассмотрение с теории иерархий, которая является первой инвестиционной моделью асимметричной информации.

В 1961г. Горданом Дональндсоном в работе «Corporate Debt Capacity» была впервые разработана теория иерархий. Согласно данной теории компании предпочитают использовать внутренние источники финансирования, и только столкнувшись с их нехваткой, прибегают к внешним источникам финансирования. Если компания привлекает внешние источники финансирования для реализации своих проектов, то она всегда начинает с эмиссии более безопасных ценных бумаг: в первую очередь проводится эмиссия облигаций, затем гибридных ценных бумаг (конвертируемые облигации или привилегированные акции) и только в последнюю очередь эмиссия акций.

Таким образом, инвестиционная деятельность компании финансируется за счет выпуска долговых инструментов, пока не наносится ущерб

финансовой безопасности. До этого у менеджмента отсутствуют мотивы смещаться вниз по иерархии и начинать эмитировать долевые ценные бумаги. Подобное поведение имеет простое объяснение: использование внутренних источников финансирования позволяет уйти от издержек эмиссии. Если же компании необходимы внешние источники финансирования, то она предпочитает нести меньшие издержки по эмиссии долговых ценных бумаг, чем долевых.

Нельзя забывать и о том, что, если происходит эмиссия акций, которая недооценена инвесторами, происходит разводнение истинной стоимости уже обращающихся акций. В связи с чем, компания должна эмитировать долговые ценные бумаги, когда инвесторы недооценивают компанию, и эмитировать долевые ценные бумаги, когда инвесторы ее переоценивают[1]. Однако если инвестор понимает данную стратегию, он никогда не подпишется на эмиссию ее акций за исключением случая, когда дополнительная эмиссия облигаций существенно увеличит вероятность банкротства.

Теория иерархий получила развитие в модели В. Краскера, который доказал, что, чем выше объем проводимой компанией эмиссии, тем более негативным сигналом это является для рынка, и тем сильнее падение курса уже эмитированных акций корпорации.

Вторым блоком моделей асимметричной информации являются сигнальные модели. Предполагается, что менеджмент компании много лучше осведомлен о количественных и качественных характеристиках инвестиционного проекта, чем внешний инвестор. Согласно мотивационно-сигнальной модели Стивена Росса менеджмент компании должен использовать структуру капитала для подачи правдивых сигналов внешним инвесторам, из которых последние извлекают информацию о будущих перспективах корпорации.

---

[1] Модель Майерса и Мэйлафа Corporate Financing and Investment Decisions When Firm Have Information That Investors Do Not Have. Jornal of Financial Economics. Vol. 13. 1984.

Основным следствием модели Росса является взаимосвязь выбранного менеджментом источника финансирования и ожидаемого инвесторами финансового положения компании, которое имеет прямое отражение на ее котировках. Следовательно, увеличение уровня долговой нагрузки будет расцениваться инвесторами как сигнал устойчивого финансового положения и уверенности менеджмента в способности покрыть платежи по эмитированным долговым ценным бумагам. Таким образом, при объявлении проведения эмиссии долговых ценных бумаг, курсовая стоимость акций компании должна расти.

**Модели агентских издержек**

Классическая теорема Модильяни – Миллера основывалась на предположении, что агентские издержки отсутствуют. Однако решения менеджмента могут противоречить интересам собственников. Менеджмент действует в качестве нанятых агентов, которые обязаны управлять компанией в интересах как развития бизнеса в целом, так и его собственников. Агентские издержки – расходы, связанные с наблюдением и контролем за деятельностью менеджеров компании, где собственность и контроль за бизнесом разделены, в результате чего интересы менеджмента и конечных собственников расходятся[1].

Модели агентских издержек разрабатывались с 1976 Дженсеном М. и Меклингом В.[2], далее Гроссманом и Хартом[3], Шульцом, Даймондом[4] и др. Обобщая отдельные теории моделей агентских издержек, стоит привести несколько значимых выводов.

Компании присущи два типа конфликтов: между менеджерами и акционерами и между акционерами и держателями долговых обязательств. Оба типа конфликтов приводят к снижению текущей рыночной стоимости

[1] Миркин Я.М. Англо-русский толковый словарь по финансовым рынкам. Альпина Бизнес Букс 2008г. стр.31
[2] Jensen M., Meckling W., Theory of the Firm: Managirial Behavior, Agency costs and Ownership Structure. Jornal of Financial Economics. Vol.3. 1976. pp. 35-60.
[3] Grossman S., Hart O. Corporate Finance Structure and Managerial Incentives. University of Chocago Press. 1982.
[4] Diamond D. Reputation Acquisition in Debt markets. Jornal of Political Economy. Vol. 97. pp. 828-862.

компании. Разрешением конфликтов между менеджерами и акционерами является увеличение долговой нагрузки.

Увеличение долговой нагрузки кроет в себе как выгоды, так и издержки. Весомый недостаток – недостаточный объем инвестиций в будущем, который может быть вызван чрезмерной долговой нагрузкой. Кроме того, каждое увеличение долговой нагрузки на компанию увеличивает вероятность активизации агентских конфликтов между акционерами и держателями долговых обязательств. *Разумный менеджер стремится к созданию такой структуры капитала, которая поддерживала бы разумный баланс между выгодами* (разрешение агентских конфликтов между менеджерами и акционерами) *и издержками долговой нагрузки* (активизация агентских конфликтов между акционерами и держателями долговых обязательств компании).

**Модели корпоративного контроля**

Модели корпоративного контроля были разработаны на волне слияний и враждебных поглощений в США в 80-х годах. Неудивительно, что теории структуры капитала, разработанные в рамках данных моделей, ставили перед собой единственный вопрос – какая структура капитала сможет снизить вероятность поглощения, и как с помощью структуры капитала защитить компанию от враждебного поглощения?

Структура капитала компании может быть использована для снижения вероятности поглощения. Тогда чем выше коэффициент долг / собственный капитал, тем выше вероятность враждебного поглощения. Следовательно, оптимальная структура капитала – финансирование за счет собственных средств и эмиссий акций и минимальное использование долговой нагрузки. Однако у классической модели корпоративного контроля есть и противники, последовательно доказывающее обратное, что с ростом долговой нагрузки происходит уменьшение вероятности поглощения компании.

Разберем подробно действия менеджмента относительно структуры капитала в случае угрозы поглощения:

1. существующая структура капитала оказывает непосредственное влияние на оценку стоимости компании как объекта поглощения;
2. узнав о возможном враждебном поглощении, компания активно наращивает долговую нагрузку и направляет привлеченные средства на выкуп обыкновенных голосующих акций, другими словами снижает долю собственного капитала доступного для поглощающей компании;
3. менеджмент также манипулирует долей обыкновенных голосующих акций находящихся в его собственности. Не вызывает сомнения обратная взаимосвязь доли обыкновенных голосующих акций находящихся в собственности менеджмента и вероятности поглощения. Чем выше доля менеджмента в компании, тем выше уплачиваемая премия, соответственно, тем меньше вероятность успешного завершения сделки (подробнее данный вопрос будет рассматриваться в §3 Главы 2).

Таким образом, высокая текущая долговая нагрузка компании снижает оценочную стоимость, а также вероятность неожиданных действий со стороны менеджмента на последующих этапах в связи с тем, что дополнительное привлечение заемных источников весьма затруднительно при высокой текущей долговой нагрузке.

За более чем пятидесятилетнюю историю было разработано огромное множество моделей и теорий структуры капитала. Основа современной теории – модель Модильяни – Миллера, основным выводом которой является то, что стоимость компании не зависит от структуры ее капитала.

К сожалению, теорема Модильяни – Миллера не может быть применима на практике, так как строится на предположении, что компания работает в условиях эффективного рынка. Соответственно, последовательно ослабляя предположения оригинальной теоремы Модильяни – Миллера можно, казалось бы, прийти к истине.

Выше был приведен ряд выводов из моделей структуры капитала. На данном этапе нецелесообразно делать какие-либо обобщающие выводы, так как в данной работе нас в первую очередь интересует существование каких-

либо принципиальных мотивов, по которым компания выбирает источники финансирования для осуществления инвестиций. Краткий перечень можно было бы привести уже сейчас, однако нас интересует практическое применение результатов данной теории.

## *§ 2. Эмпирические исследования в области структуры капитала компании.*

Рассмотрев теоретические аспекты моделей структуры капитала, перейдем к рассмотрению практики их применения. В данном параграфе в первую очередь нас будут интересовать факторы, которые оказывают влияние на принятие решений менеджментом компании. Итак, начнем с эмпирического исследования Грэхэма и Харви опубликованного в 2001г. в работе «Теория и практика корпоративных финансов: подтверждения из практики» [1].

Авторами был проведен опрос, в котором приняло участие 392 компании (9% от общего количества разосланных вопросников), размеры которых варьировали от небольших, с годовым оборотом до 100 млн. долл. США (26%), до крупных, с годовыми оборотами более 1 млрд. долл. США (42%). Также значительно разнились отраслевая принадлежность и степень кредитоспособности (79% компаний имели инвестиционный кредитный рейтинг).

Первым заданием для финансовых директоров стало проранжировать по значимости факторы, влияющие на принятие решения об использовании долговой нагрузки (Табл. 1). Результаты явно расходятся с тем, что являлось наиболее значимым для ученых, разрабатывающих модели оптимальной структуры капитала.

[1] Graham J., Harvey C., The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence From the Field. Jornal of Financial Economics. Vol.60. 2001. pp. 187-243.

*Таблица 1*

*Факторы, оказывающие воздействие на уровень долговой нагрузки*

| | |
|---|---|
| 59% | Финансовая гибкость |
| 57% | Кредитный рейтинг |
| 48% | Нестабильность потоков прибыли |
| 47% | Нехватка внутренних фондов |
| 47% | Уровень процентных ставок |
| 45% | Экономия на налогах |
| 33% | Транзакционные издержки |
| 31% | Недооценка/переоценка акций |
| 25% | Уровень долговой нагрузки у аналогичных компаний |
| 22% | Издержки банкротства |
| 19% | Реакция клиентов/поставщиков |
| 17% | Изменение цены акций компании |
| 12% | Проблема недостаточного инвестирования |
| 12% | Издержки погашения долговых обязательств |
| 10% | Издержки эмиссии долговых обязательств |
| 10% | Произведение впечатления на внешних инвесторов |
| 5% | Налогообложение доходов держателей долговой нагрузки |
| 5% | Снижение вероятности поглощения компании |
| 3% | Повышение производственной агрессивности компании |
| 2% | Решение проблемы свободных потоков денежных средств |
| 2% | Аккумулирование прибылей |
| 0% | Работники компании |

Источник: Н.Б. Рудык. Структура капитала корпорации: теория и практика. Дело 2004г. стр.184.

Итак, более половины финансовых директоров относят факторы финансовая гибкость и сохранение текущего кредитного рейтинга к наиболее значимым. Под финансовой гибкостью, в данном случае, понимается сохранение какого-то объема неиспользованной долговой нагрузки, причем для большинства подобный резерв необходим для возможности финансирования будущей экспансии операций компании или поглощений (в большинстве случаев подобный резерв сохраняется и после проведения экспансии). Финансовая гибкость связана с сохранением кредитного рейтинга, особенно это подчеркивают финансовые директора компаний, имеющие инвестиционные кредитные рейтинги. Таким образом, избежание

финансовых затруднений является одним из важнейших факторов, влияющих на решение о наращивании финансовой нагрузки.

В теории структуры капитала часто упоминался расчет целевого уровня соотношения долг/собственный капитал, который выводится на основе расчетов выгод и издержек долговой нагрузки. 19% менеджеров сказали, что у компаний нет целевого коэффициента долг/ собственный капитал и даже какого либо диапазона, внутри которого они предпочитают видеть данный коэффициент. Еще 37% менеджеров заявили, что имеют гибкий коэффициент долг/собственный капитал. Оставшиеся 44% менеджеров ответили, что их компании имеют четкий или достаточно четкий диапазон коэффициента долг/собственный капитал. В результате проведенного исследования было также выявлено, что чем крупнее компания, тем скорее она придерживалась целевого коэффициента долг/собственный капитал (55% крупных компаний имели четкий целевой коэффициент долговой нагрузки и только 36% небольших компаний имели такой коэффициент). Оказалось также, что целевой коэффициент долг/собственный капитал намного чаще встречался у компаний, имеющих инвестиционные кредитные рейтинги (64%), нежели в компаниях имеющих спекулятивные кредитные рейтинги (41%).

Схожие вопросы задавались менеджменту в отношении факторов оказывающих воздействие на решение об эмиссии обыкновенных голосующих акций. Полученные результаты представлены в таблице 2.

*Таблица 2*

*Факторы, оказывающие воздействие на решение об эмиссии обыкновенных голосующих акций*

| | |
|---|---|
| 69% | Размывание показателя EPS |
| 68% | Величина относительной недооценки/переоценки акций рынком |
| 63% | Благоприятный внешний фон |
| 53% | Наделение акциями работников через опционы и бонусные выплаты |
| 52% | Поддержание целевого коэффициента долг собственный капитал |
| 50% | Размывание пакетов определенных акционеров |
| 31% | Акции являются наименее рисковым источником финансирования для |

| | |
|---|---|
| | компании |
| 31% | Достаточность текущих прибылей для финансирования компании |
| 23% | Объем акционерного капитала у аналогичных компаний |
| 21% | Впечатление, которое производит эмиссия на внешних инвесторов |
| 16% | Недопустимость других источников финансирования |
| 15% | Акции являются самым дешевым источником финансирования |
| 5% | Ставка налога на доходы физических лиц от акций |

Источник: Н.Б. Рудык. Структура капитала корпорации: теория и практика. Дело 2004г. стр.188.

Интересно то, что данные, приведенные в исследовании, полностью противоречат теории корпоративных финансов в изложении некоторых авторов, которые ставят налоги на доходы физических лиц от акций и относительную дешевизну данного источника финансирования во главу угла. Разводнение показателя EPS является наиболее значимым для американских финансовых директоров, так как в большинстве случаев их зарплаты либо бонусы привязаны к данному показателю. На втором месте по значимости расположен такой фактор как величина относительной недооценки/ переоценки акций рынком. Здесь логично вспомнить теорию иерархий, согласно которой обыкновенные голосующие акции компании эмитируются, когда рынок их переоценивает.

Более того, подобный ренкинг был составлен и для факторов, оказывающих воздействие на решение о выпуске гибридных инструментов – конвертируемых облигаций. Наиболее значимыми оказались факторы текущей недооцененности акций рынком и дешевый способ эмитировать «задержанные» обыкновенные голосующие акции. Это также следует логике теории иерархий.

Данное исследование подтверждает данные предыдущего эмпирического исследования Пайнграра и Уилбрихта[1], показавшего, что финансовые решения компании действительно следуют теории иерархий.

Финансовых директоров компаний[1] попросили проранжировать источники долгосрочного финансирования, которым компания отдает

[1] Pinegar M., Wilbricht L. What Managers Think of Capital Structure Theory: A Survey. Financial Management. Vol.18 (1989) pp 82-91.

предпочтение при финансировании своих инвестиционных проектов. В зависимости от предпочтения источники выстроились следующим образом:

1. Внутренние источники;
2. Эмиссия облигаций;
3. Эмиссия конвертируемых облигаций;
4. Эмиссия обыкновенных акций;
5. Эмиссия привилегированных акций;
6. Эмиссия конвертируемых привилегированных акций.

Также менеджерами были проранжированы параметры, принимаемые во внимание при принятии решения о финансировании:

1. Обеспечение финансовой гибкости;
2. Обеспечение выживания компании в долгосрочной перспективе;
3. Обеспечение компании предсказуемым источником финансовых средств;
4. Максимизация цены обращающихся на открытом фондовом рынке ценных бумаг компании;
5. Обеспечение финансовой независимости компании;
6. Обеспечение высокого рейтинга долговых инструментов;
7. Поддержание сравнительных характеристик с другими компаниями в отрасли.

Оценка факторов влияющих на принятие решения о финансировании имеет следующий вид:

1. Прогнозируемые потоки денежных средств от инвестиционного проекта;
2. Нежелание размывать акционерный капитал;
3. Уровень риска присущий инвестиционному проекту;
4. Гарантии, требующиеся для младших обязательств;
5. Нежелание эмитировать ценные бумаги, которые в данный момент являются недооцененными рынком;

[1] В данном случае выборка была более репрезентативна: опросные листы были разосланы финансовым директорам компаний из списка Fortune 500, заполненными вернулись 176.

6. Корпоративная ставка налога;
7. Корпоративный контроль;
8. Амортизация и другие налоговые щиты за исключением налоговых щитов долговой нагрузки;
9. Исправление недооценки уже эмитированных и обращающихся ценных бумаг;
10. Ставка налога на доходы физических лиц от акций и облигаций;
11. Издержки банкротства.

Итак, результаты эмпирических исследований, проведенных в период с 1989 по 2001 год, показывают сохранение тенденций в области выбора источников финансирования. Как оказалось, на практике подавляющее большинство компаний следуют теории иерархий. Причем наибольший интерес представляют факторы, которые оказывают влияние на принятие решений о финансировании менеджментом компании. Оба исследования подтверждают, что теория и практика сильно расходятся. Те факторы, которые считались основополагающими при разработке теорий и моделей структуры капитала, ставились менеджментом не как приоритетные. Получается, что, выбирая структуру капитала, компании на практике предпочитают пользоваться не научными теориями или моделями, а простыми эвристическими подходами и, тем более, речь не идет о минимизации средневзвешенных издержек по привлечению капитала.

При выборе источников финансирования менеджмент компании стремится сохранить финансовую гибкость, которая тесно соприкасается с сохранением или улучшением текущего кредитного рейтинга. Финансовая гибкость является намного более значимым фактором для компаний с инвестиционными кредитными рейтингами. В целом, поведение менеджмента при принятии решений о финансировании инвестиционных проектов следует логике теории иерархий. Однако интерес составляет тот факт, что нежелание эмитировать обыкновенные акции связанно с размыванием показателя EPS, к которому привязаны зарплаты и бонусы

финансовых директоров. Данный фактор не учитывался ни в одной из перечисленных в §1. моделей.

Одним из выводов эмпирического исследования Грэхэма и Харви 2001 года стала взаимосвязь размеров компании со сложностью и инновационностью источников финансирования. Неудивительно, крупная компания может позволить себе риск, связанный с более продвинутыми источниками и методами финансирования.

Основной вопрос подходят ли данные выводы для российской практики? Подобные исследования проводились и в России в 2001г. На наш взгляд, неадекватно сравнивать российский рынок капитала в 2001г. и в 2010г. по следующим причинам. Во-первых, был осуществлен качественный скачек в эффективности выполнения рынком своих функций. Во-вторых, если в 2001г. IPO многих российских компаний находилось на грани фантастики, сейчас ряд компаний успешно использует механизм дополнительной эмиссии акций для финансирования своей деятельности. В-третьих, существенно возросла капитализация рынка акций, объемы торгов, насыщенность рынка инструментами и ряд других существенных показателей. Соответственно, если в 2001г. компаниям реально из долгосрочных внешних источников финансирования были доступны только кредиты, то на сегодняшний день, помимо увеличения доступных источников финансирования, для компаний открыты и мировые рынки капитала.

Рассмотрим некоторые результаты данного исследования, несмотря на существенные изменения, произошедшие за практически десятилетнюю история развития. Итак, 91% компаний использует преимущественно собственные источники финансирования, что было обоснованно затруднительным доступом к другим источникам финансирования в то время. 59% компаний использовали заемные источники финансирования и только 14% эмитировали ценные бумаги. 73% компаний были

заинтересованы в привлечении долевого финансирования, и только 20% отказывались рассматривать данную возможность.

Таким образом, можно сказать, что репрезентативной информации о принятии решений о финансировании российскими менеджерами и факторов влияющих на их решения нет. Следовательно, при дальнейшей разработке данной темы необходимо проводить опрос российских финансовых директоров, чтобы четко осознавать их предпочтения в выборе источников финансирования инвестиционных проектов и факторов, влияющих на эти решения.

### *§3. Оптимальная структура капитала компании.*

Как мы убедились из предыдущего параграфа, у компаний нет четкой схемы соотношения различных источников финансирования, а определяющим параметром является финансовая гибкость и сохранение кредитных рейтингов. Так что же есть структура капитала для компании: значимый и весомый аргумент в процессе принятия решений о финансировании либо некий результат деятельности фирмы в данном отчетном периоде.

Стюарт Майерс, соавтор теории иерархий, после тридцатилетней работы над вопросом оптимальной структуры капитала пришел к выводу, что после IPO компания на 80% решает свои проблемы связанные со структурой капитала. Далее о структуре капитала начинают задумываться только тогда, когда понадобятся дополнительные средства, а компания работает в промежутке между слишком низкой и слишком высокой долговой нагрузкой. Определение этих границ абсолютно индивидуально для каждой компании и в большинстве случаев на эти границы оказывает влияние огромное количество самых разнообразных факторов, в связи с чем, их унификация и попытки сведения в одну модель либо теорию бессмысленны.

Одним из подобных факторов может стать отсутствие рационального поведения операторов рынка, которое предполагается во всех известных нам

моделях. Здесь мы сталкиваемся поведенческими финансами[1]. Теория поведенческих финансов утверждает, что рынок иногда находится на волне оптимизма, а иногда – на волне пессимизма. В соответствующие периоды времени инвесторы чрезмерно оптимистично, либо пессимистично настроены относительно перспектив экономики, отрасли либо компании. Следовательно, существует простое правило: в моменты, когда рынок на волне оптимизма переоценивает акции компании, необходимо эмитировать как можно большее количество акций, а когда акции компании недооценены рынком, следует использовать долговое финансирование, а временно свободные денежные средства направлять на выкуп обыкновенных голосующих акций компании, обращающихся на фондовом рынке.

Эмпирические исследования в данной области выявили интересную взаимосвязь: существует отрицательная зависимость между долей эмиссий обыкновенных голосующих акций в общем объеме эмиссий и доходностей американского рынка акций за период с 1928 по 1997гг. Другими словами, высокая доля акций в общих объемах проведенных эмиссий предсказывает низкую или отрицательную доходность фондового рынка, и наоборот. Получается замкнутый круг: менеджмент знает о том, что оптимистическая волна скоро завершится, и начинают эмитировать акции, стремясь успеть воспользоваться установившимися несправедливо высокими ценами, в свою очередь, инвесторы, видя, что доля акций в общем объеме эмиссий возросла, воспринимают это как сигнал, что рынок перегрет.

Следующее эмпирическое исследование показывает, что низколевереджированные компании – это те компании, которые привлекают финансирование, когда рыночная стоимость их акций высока, а высоколевереджированные компании – те, которые привлекают финансирование, в периоды, когда их акции недооценены рынком. Таким образом, структура капитала это результат прошлых попыток менеджмента

[1] Научное направление на стыке финансов, социальной биологии и социальной психологии. Выявляет закономерности динамики финансового рынка, определяемые психофизическими факторами, воздействующими на поведение операторов рынка. Миркин Я.М. Англо-русский толковый словарь по финансовым рынкам. стр.81

компании синхронизировать рынок акций. Если потребность в финансировании возникает когда рынок высоко оценивает стоимость акций компании, то она наращивает долевой капитал, если рынок на волне пессимизма недооценивает акции компании, компания обращается к долговому капиталу и со временем становится более левереджированной, чем компании, которые успевают привлечь необходимые объемы финансирования на волне оптимизма рынка.

Также существуют подход к структуре капитала на основе теории информационных каскадов. В условиях неопределенности индивиду свойственно копировать поведение и действия окружающих его людей, что часто называют стадным поведением. Перекладывая данную теорию на оптимальную структуру капитала, получаем, что менеджменту свойственна имитация структуры капитала лидера своей отрасли. Эмпирические исследования не дают четкого ответа на вопрос достоверности данной теории. В 1991г. эмпирические исследования подтвердили, что 15% компаний отрасли изменяют свою структуру капитала только вместе со всей отраслью. Проведенное в 1996г. исследование напротив опровергло стремление компаний имитировать структуру капитала лидеров отрасли при принятии финансовых решений. Однако нельзя полностью отбрасывать данную теорию хотя бы потому, что 23% финансовых директоров считают объем акционерного капитала у аналогичных компаний решающим при принятии решения об эмиссии обыкновенных акций, а 15% финансовых директоров принимают решение о выпуске конвертируемых облигаций, потому что другие компании отрасли их успешно используют.

Конечно же, структура капитала должна стать результатом деятельности компании в долгосрочной перспективе и стать составляющей стратегического менеджмента. Однако в краткосрочной перспективе компания может манипулировать таким показателем как капитализация посредством правильной дистрибуции информации. Другими словами, стремясь максимизировать благосостояние своих акционеров, компания

манипулирует рыночной ценой своих акций, обращающихся на открытом фондовом рынке. Сегодня даже на российском рынке хорошо отработанны данные механизмы, которые получили название – отношения с инвесторами (от американского IR – Investor Relations). Качественная система дистрибуции информации об эмитенте обеспечивают от 30% до 60% прироста стоимости компании[1] в краткосрочном периоде.

# Глава 2. Мобилизация ресурсов на финансовом рынке для финансирования инвестиционных программ российских промышленных предприятий.

## *§1. Совокупность долгосрочных источников финансирования инвестиционных программ.*

Источники финансирования делятся на внутренние и внешние. Как говорилось ранее, при выборе структуры капитала необходимо определить долю внешнего финансирования в пассивах компании, которое необходимо для финансирования инвестиционного проекта.

На первом шаге выявляются ***внутренние (собственные) источники*** финансирования. К собственным источникам финансирования относятся: акционерный капитал, накопленный капитал (нераспределенная прибыль, амортизация, резервы, фонды), реструктуризация дебиторской и кредиторской задолженности, снижение уровня запасов, целевое финансирование и др. Для целей финансирования инвестиционного проекта самофинансирование может осуществляться из акционерного капитала, прибыли, амортизационного фонда и на средства, полученные от продажи имущества.

Самофинансирование особенно популярно среди промышленных предприятий в силу того, что у компаний существуют значительные свободные финансовые потоки, если мы говорим о сырьевом секторе. В

[1] IR для компаний малой и средней капитализации. РЦБ № 10 (361) 2008. Компания эмитент.

Приложении 1 приведена структура инвестиций в основной капитал по видам экономической деятельности, из которой видно, что предприятия отдают предпочтение в финансировании инвестиционной программы собственным средствам (в среднем до 60%[1]). Только деревообработка и производство и распределение электроэнергии газа и воды финансируются преимущественно за счет привлеченных источников.

Преимуществом внутренних источников финансирования является: невозвратность, отсутствие процентов, меньшие затраты, не требуется раскрытия информации третей стороне, для выделения инвестиций достаточно решения руководства компании. К недостаткам могут быть отнесены недостаточный объем и эпизодичность внутренних источников. Эпизодичность внутренних источников связанна, прежде всего, с продажей бизнеса/активов. Данная стратегия часто применяется на практике, к примеру, ConocoPhilips активно распродает свои активы по всему миру, особенно в Канаде, для выявления резервов для дальнейшего развития более рентабельных направлений бизнеса[2].

В России достаточно много промышленных предприятий, осуществляющих инвестиции в основной капитал только за счет собственных средств, в этом случае текущие потребности финансируются за счет заемных источников. К примеру, ОАО «Ашинский металлургический завод» до недавнего времени осуществлял вложения в модернизацию производственных мощностей только за счет внутренних источников финансирования. Средства, привлеченные за счет выпуска облигаций, были предназначены для финансирования текущей деятельности, с целью максимально высвободить внутренние ресурсы, для использования в финансировании инвестиционной программы.

***Внешние источники*** по видам финансирования делятся на две группы: долговое финансирование (заемный капитал) и долевое финансирование

[1] Росстат
[2] И все-таки она продается. РБК Daily от 24.03.2010г.

(акционерный капитал). В структуре инвестиций в основной капитал промышленных предприятий внешние источники составляют в среднем 30-40% в зависимости от отрасли (см. Приложение 1). В Приложении 2 приведена разбивка инвестиций в основной капитал по источникам финансирования. Однако здесь представлена статистика в целом по компаниям, а не только компаниям промышленного сектора, тем не менее, это позволяет понять примерный объем использования российскими предприятиями различных источников финансирования.

*Заемные средства* по окончанию срока займа должны быть полностью возвращены с определенным процентом в соответствии с договорным графиком платежей. По срокам финансирования заемные источники подразделяются на краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные. Также заемный капитал делится на уровни в зависимости от приоритетности погашения долга (см. Приложение 3).

Для финансирования инвестиционного проекта промышленным предприятиям наиболее привычны такие источники как банковские кредиты и лизинг. Облигационные займы, по заверениям организаторов, еще полтора-два года тому назад по факту выпускались исключительно на цели рефинансирования и поддержания оборотного капитала. Инвестиции в капитальные вложения за счет данного источника массово не осуществлялись, однако, как и всегда, существуют компании, которые финансируют долгосрочное развитие за счет облигационных выпусков. В данном случае все зависит от размеров компании и рисков, которые она готова на себя брать.

Наиболее освоенный и популярный источник финансирования у промышленных предприятий – банковский кредит. Основные преимущества заключаются в объемах привлекаемых средств (могут в несколько раз превосходить собственные средства) и в том, что кредиторы не участвуют в управлении и распределении прибыли.

Проекты по видам финансирования делятся на *инвестиционное кредитование* и *проектное финансирование*. При инвестиционном

кредитовании источником возврата средств является вся хозяйственная деятельность заемщика, включая доход, который приносит проект. При проектном финансировании источником погашения кредита является сам проект, в связи с чем, данный вид финансирования относят к внебалансовым. Проектное финансирование более рискованно по сравнению с обычным инвестиционным кредитованием. В инвестиционном кредитовании предпочтения отдаются так называемым «концевым проектам», когда основной объем инвестиций уже осуществлен за счет собственных средств, и требуется кредит на завершение производства и выпуска продукта или услуги на рынок. Проектное финансирование рассчитано на более длительные сроки, чем обычное корпоративное финансирование. В таблице 3 приведено сравнение основных параметров проектного финансирования и инвестиционного кредитования.

*Таблица 3*

*Сравнительная характеристика проектного финансирования и инвестиционного кредитования*

| | **Проектное финансирование** | **Инвестиционное кредитование** |
|---|---|---|
| *Источник погашения* | Проект | Проект и существующий бизнес |
| *Обеспечение* | Активы,<br>Денежные потоки проекта (финансирование ВСЕГДА является обеспеченным) | Проектные активы,<br>Существующие активы (финансирование может быть частично необеспеченным) |
| *Гарантии акционеров* | Ограничены | Полные |
| *Учет* | Вне баланса инициатора | На балансе инициатора |
| *Заемщик* | Специальная проектная компания | Кредитоспособный заемщик |
| *Участие Акционера* | 20-50% стоимости проекта | Возможно 0% |
| *Независимая экспертиза* | Обязательна | Желательна |
| *Объем финансирования* | от 50 млн. USD | до 500 млн. USD |
| *Срок финансирования* | от 5 лет | от 3 до 7 лет |

| | | |
|---|---|---|
| *Период подготовки* | 6-8 месяцев | до 6 месяцев |
| *Требования к кредитоспособности и опыту участников (подрядчики, покупатели, поставщики)* | Максимальные | Минимальные |
| *Затраты прединвестиционной фазы* | от 100 тыс. USD до нескольких млн. | до 100 тыс. USD |

*Источник: составлено автором на основе данных ГПБ (ОАО)*

Однако наряду с преимуществами, проектное финансирование имеет ряд недостатков. Если сравнивать проектное финансирование с инвестиционным кредитованием, можно выделить следующие моменты, которые удобнее представить в матрице SWOT-анализа (см. Табл. 4).

*Таблица 4*

*Преимущества и недостатки проектного финансирования и инвестиционного кредитования*

| | **Проектное финансирование** | **Инвестиционное кредитование** |
|---|---|---|
| **Достоинства** | - Дополнительный финансовый рычаг;<br>- Обособление риска;<br>- Долгосрочность;<br>- Большой объем;<br>- Возможность реализации крупных инвестиций без материального ухудшения рейтинга инициатора. | - Простота;<br>- Быстрота организации;<br>- Возможность 100% финансирования;<br>- Относительная дешевизна;<br>- Возможность недообеспеченности. |
| **Недостатки** | - Сложность аллокации рисков;<br>- Большие прединвестиционные затраты;<br>- Значительные сроки организации;<br>- Необходимость собственных инвестиций;<br>- Дороговизна + дополнительные комиссии;<br>- Жестче финансовые ковенанты. | - Утяжеление баланса;<br>- Ухудшение рейтинга;<br>- Меньший объем привлекаемых средств и срок кредитования;<br>- В случае вероятности дефолта, риск банкротства распространяется на весь бизнес. |

*Источник: составлено автором.*

Наряду с банковскими кредитами, долговые источники финансирования могут представлять облигации. Облигация - эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Доходом по облигации являются процент и/или дисконт[1].

Облигациям присущи следующие фундаментальные свойства[2]:

– Облигации являются удостоверением займа;
– Имеют конечный срок погашения;
– Обладают старшинством перед акциями в выплате процентов и в удовлетворении других обязательств.

Облигации похожи на займ, но, в основном, предназначены для небанковского рынка и принимают форму торгуемого инструмента заимствования. Это является существенным барьером для российских предприятий, так как навыки и знания работы на фондовом рынке, как правило, отсутствуют. К тому же стоимость заемных средств, включая прибыль, полученную инвесторами, проценты организатора выпуска, банка-андеррайтера и оплату госпошлины за регистрацию займа могут быть выше, чем по кредиту. Рынок облигаций для целей финансирования инвестиционного проекта в плане возможностей намного уже рынка банковского кредитования, но в некоторых странах он достаточно развит (США, Западная Европа). Однако в российской практике облигации не нашли должного распространения для финансирования инвестиционного проекта промышленного предприятия. Это объясняется рядом причин:

– параметры облигаций сильно зависят от момента размещения;

[1] Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 №39-ФЗ (в редакции от 27.12.2009) ст.2.
[2] Я.М.Миркин, С.В. Лосев, Б.Б. Рубцов, И.В. Добашина, З.А. Воробьева. Руководство по организации, эмиссии и обращению корпоративных облигаций. Альпина Бизнес Букс 2004г. стр. 21.

– объем рыночного спроса определяется только на поздней стадии процесса, при проведении андеррайтинга;
– средства от облигаций должны быть получены сразу, возможно несовпадение с моментом оплаты капитальных издержек;
– облигации могут быть менее гибкими, если потребуются значительные изменения в условиях размещения, а переговоры с держателями облигаций могут стать публичными.

Источником долевого финансирования является размещение акций предприятия. Акция - эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации[1]. Однако в случае с финансированием инвестиционного проекта акции обладают теми же недостатками, что и облигации, основной из которых – поступление всей суммы на баланс предприятия единовременно, а не по мере необходимости оплаты капитальных издержек.

Конечно же, приведенный перечень доступных предприятию источников финансирования представлен чрезмерно укрупнено. По мере развития финансового инжиниринга можно встретить огромное многообразие специфических параметров уже привычных для нас инструментов рынка капитала. Сегодня конструирование инструментов и механизмов происходит исходя из конкретных целей и задач предприятия. Рынку известны и крайние результаты данного процесса. К примеру, певец Дэвид Боуи в конце 90-х выпустил свои облигации. Данные облигации представляли собой секьюритизацию прав интеллектуальной собственности (актив - текущие и будущие доходы с первых 25 альбомов (287 песен) из

[1] Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 №39-ФЗ (в редакции от 27.12.2009) ст.2.

дискографии Дэвида Боуи, записанных до 1990 года)[1]. Они были выпущены в обращение в 1997 году и скуплены за $55 млн страховой компанией Prudential. Эти 287 песен выступили также в качестве обеспечения облигаций. Срок облигаций составлял 10 лет, по истечению которых авторские гонорары за все песни вернулись к Дэвиду Боуи. Далее последовала секьюритизация прав на музыку таких исполнителей, как Джеймс Браун, Эшфорд и Симпсон, братья Айли. Этим облигациям было присвоено название Облигаций Пуллмана, в честь Дэвида Пуллмана, банкира, осуществившего первую сделку с правами Боуи[2].

Говоря о российском рынке, нельзя забывать об исторических предпосылках. Во-первых, достаточно велико количество промышленных предприятий, которые не являются публичными, в связи с чем, рынок акций для них в обозримой перспективе источником финансирования станет только при положительном решении о выходе на IPO. В этом случае потребность в финансировании на ближайшее время будет покрыта практически полностью. Также велика доля промышленных предприятий, которые являются публичными, но ликвидность их акции характеризуются минимальной ликвидностью, в связи с чем, вторичное публичное размещение может требовать больших временных и финансовых ресурсов, чем у предприятий, активно торгующихся на российских либо зарубежных площадках.

Во-вторых, российская финансовая система имеет долговой характер, в связи с чем, предприятию исторически легче и понятнее работать с банками по уже отработанной схеме кредитования, чем с инвестиционной компанией предлагающей инновационные для предприятия инструменты финансирования.

В-третьих, исходя из специфики бизнеса российских предприятий промышленности, в особенности сырьевых, существует значительный объем

---

[1] Дэвид Боуи почти спекулянт: рейтинг его облигаций снижен до Baa3. 25.03.2004. http://loans.cbonds.info/pages/LENSPECSMU/news/14497

[2] Ричард Хиггинс «Отношения с инвесторами: передовой опыт» Альпина Бизнес Букс 2005г. стр. 38

свободных потоков денежных средств, которые могут быть перенаправлены на инвестиции в основной капитал.

Стоит также отметить, что в зависимости от целей инвестиционной программы, источники финансирования будут значительно отличаться. Инвестиционная стратегия может быть разделена на два направления:

1. создание объектов основных средств либо модернизация существующих за счет возможностей компании;
2. покупка другого предприятия с целью дальнейшей интеграции для получения доступа к ресурсам, новым технологиям либо региональная экспансия.

Далее будут рассмотрены источники финансирования в зависимости от выбора одного из двух направлений реализации инвестиционной стратегии.

### *§2. Финансирование капитальных вложений.*

Капитальные вложения – инвестиции в основной капитал, в том числе затраты на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий, приобретение машин, оборудования, инструмента, инвентаря, проектно-изыскательские работы и другие затраты[1]. Для страны, богатой природными ресурсами, эффективность осуществления капитальных вложений влияет на успешность реализации крупномасштабных проектов модернизации и перевооружения основных фондов, освоения новых технологий. Для привлечения инвестиций на строительство и ввод в эксплуатацию необходимых объектов основных средств, реконструкцию, модернизацию или перевооружение собственных производственных цехов компания готовит инвестиционный проект и рассматривает наиболее подходящие источники его финансирования.

В данном случае предприятия чаще прибегают к финансированию капитальных вложений за счет собственных средств (Приложение 1). Но,

[1] Федеральный закон от 25 февраля 1999 г. N 39-ФЗ "Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений" ст.1

если собственных ресурсов недостаточно, предприятию приходится прибегать к привлечению внешних источников финансирования. Наиболее распространенным является кредитование, причем не только банковское, но и аффилированных организаций. В любом случае, кто бы ни выступал кредитором, финансирование инвестиционного проекта будет осуществляться либо по схеме инвестиционного кредитования, либо по схеме проектного финансирования. В §1 приводилась сравнительная характеристика проектного финансирования и инвестиционного кредитования.

Несмотря на существование довольно строгих определений проектного финансирования в международной практике, в российских условиях практика применения данного метода несколько модифицируется. Проектное финансирование можно определить как способ мобилизации различных источников финансирования и комплексного использования всех методов финансирования конкретных инвестиционных проектов[1]. Соответственно, проектное финансирование является не просто методом привлечения инвестиций, а способом организации проекта в целом, то есть единой системой связывающей всех участников проекта и определяющей все этапы его реализации. Проектное финансирование как способ организации проекта не накладывает ограничения на применяемые источники финансирования: кредитные ресурсы банков, выпуск облигаций, лизинговое финансирование, государственное финансирование (в форме государственно-частного партнерства, либо субсидий). Главное условие – источники финансирования должны иметь долгосрочный характер. Это необходимо, когда активы имеют высокую стоимость, которая не может быть возмещена в короткие сроки, в случае несоответствия уровня продаж конечной продукции запланированному уровню.

[1] Катасонов В.Ю., Морозов В.С., Петров М.В. Проектное финансирование: мировой опыт и перспективы для России. АНКИЛ 2001г. стр.15.

Недостатки облигационных займов для финансирования инвестиционного проекта были рассмотрены нами в §1, государственное финансирование в данной работе рассматриваться не будет, а лизинговое и контрактное финансирование не предусматривает сквозное финансирование всего проекта, если только целью проекта не является расширение парка подвижного состава, для которого требуется приобретение 3 000 железнодорожных цистерн. В связи с чем, предлагаем подробнее рассмотреть финансирование инвестиционных проектов за счет заемных источников. Как уже говорилось в §1, в данном случае финансирование осуществляется по схеме инвестиционного кредитования либо проектного финансирования. Если инвестиционное кредитование уже отработанный механизм для большинства предприятий, то проектное финансирование может вызывать ряд вопросов. Таким образом, рассмотрим проектное финансирование как способ финансирования капитальных вложений предприятия.

Проектное финансирование является внебалансовым способом финансирования. Несмотря на то, что в зависимости от промышленных секторов структура проектного финансирования может меняться, традиционному проектному финансированию присущи следующие стандартные характеристики[1]:

1. осуществляется для «ограниченного проекта» (юридически и экономически является самодостаточным) через юридическое лицо, специализирующееся в этом направлении, бизнес которого определяется только этим проектом;
2. как правило, применяется для нового проекта, нежели для уже созданного бизнеса;
3. высокий уровень финансового рычага, ссуда при проектном финансировании может составлять 70-90% стоимости проектов;

[1] Э.Р. Йескомб, Принципы проектного финансирования. Вершина 2008г. стр.18 и 469

4. заимодавцы при выплате процентов и долга рассчитывают скорее на будущую прибыль от проекта, чем на стоимость активов или анализ финансовых результатов;
5. основными гарантиями для заимодавцев являются контракты проектной компании, лицензии или права собственности на пользование природными ресурсами; стоимость физических активов будет намного меньше, чем стоимость долга, если они будут распроданы в результате невыполнения условий финансирования;
6. проект имеет ограниченный срок жизни, определяемый такими факторами, как срок действия контрактов или лицензий или величина запасов природных ресурсов, следовательно, долг проектного финансирования должен быть полностью выплачен к концу проекта.

Внебалансовое финансирование открывает возможность инвестировать средства в проект без отражения увеличения долговой нагрузки на балансе предприятия, хотя любая внебалансовая деятельность отражается в пояснительной записке к бухгалтерской отчетности, но только в размере собственного участия компании в SPV[1] как финансовые вложения. Преимуществом внебалансового финансирования является ограничения риска для инвестора, так как выплата долга может затронуть только инвестированный акционерный капитал. Кредитный рейтинг предприятия также вряд ли будет изменен, в связи с тем, что проект реализуется в рамках проектной компании, а не на балансе предприятия. Если проект является слишком крупным для реализации силами одного предприятия, возможно присоединение других инвесторов посредством создания совместной проектной компании. Это позволяет распределить риски.

**Критерии отбора проектов.**

Приступая к рассмотрению стандартных критериев, по которым банки отбирают проекты, стоит остановится на изменении подходов как банков, так

[1] SPV – специальная проектная компания, на балансе которой реализуется проект, не является СФО, которое стоит в центре сделок секьюритизации. Проектное финансирование и ГЧП. РЦБ. Ноябрь 2009г.

и компаний в финансировании инвестиционной программы. Последствия финансового кризиса выразились в осторожности банков и более взвешенном и проработанном подходе предприятий.

*Рассмотрим изменения, произошедшие со стороны организатора финансирования:*

- Более консервативная оценка кредитных и рыночных рисков;
- Ужесточение требований к принципам расчета окупаемости проектов;
- Рост стоимости кредитных ресурсов;
- Усиление ковенантных требований и ограничений;
- Ужесточение требований к качеству обеспечения и степени контроля за реализацией проекта;
- Усиление требований к финансовому состоянию и кредитоспособности заемщиков;
- Сокращение количества банков, восстановление продуктовой линейки у оставшихся участников.

*Изменения, произошедшие со стороны Компании-инициатора инвестиционного проекта:*

- Оптимизация инвестиционных программ, повышение обоснованности и эффективности принимаемых инвестиционных решений, в том числе:
  - отбор наиболее значимых и эффективных инвестиционных проектов;
  - выявление, отказ от реализации или консервация менее перспективных и более рискованных проектов.
- Более взвешенная стратегия развития;
- Изменение структуры пассивов за счет конвертации части долга в акции;
- Нацеленность на формирование инвестиционной привлекательности и поддержание позитивной деловой репутации, стремление к увеличению доли публичных заимствований;
- Ускорение процессов консолидации компаний второго и третьего эшелонов.

На этом фоне несколько ужесточились требования банка к отбору инвестиционных проектов. Базовые критерии выглядят следующим образом[1]:

- выручка инициатора проекта в объеме не менее 50–100 млн. долл. США;
- не менее 3-5 лет успешной корпоративной истории в отраслях, связанных с проектом;
- опытные, успешные, «прозрачные» акционеры, профессиональная команда менеджеров;
- четкая и понятная бизнес модель, сфокусированная бизнес стратегия;
- существующая и/или растущая доля на рынке, налаженные каналы продаж, четкая маркетинговая стратегия;
- нацеленность на рыночный механизм привлечения финансирования;
- отсутствие в проекте признаков принципиальной технологической новизны;
- «профильность» или «родственность» бизнеса для инициаторов проекта, «ограниченность регресса» в качестве главного приоритета;
- готовность инициаторов участвовать собственными средствами в объеме не менее 20–40% от бюджета проекта;
- субординация других финансовых обязательств перед кредитом Банка;
- бюджет проекта не менее 20 - 30 млн. долл. США;
- приемлемое соотношение уровней бизнеса и проекта: не выше 4-6 EBIDA в зависимости от отрасли, положения на рынке, цикличности и т.д.;
- продуманность бизнес-идеи, очевидные конкурентные преимущества, отсутствие неапробированной технологии, наличие бизнес-плана /ТЭО;
- экономическая эффективность (рыночные операционные затраты, умеренный операционный “леверидж”, показатели IRR проекта не ниже среднерыночных для данной отрасли); финансовая эффективность (средние значения показателя DSCR[2] – от 1,5 до 3х), высокая стресс-устойчивость к изменению основных параметров проекта;

[1] По материалам ГПБ (ОАО).
[2] Ставка долгового покрытия – отражает взаимосвязь операционного денежного потока и уровнем долга (включая суммы, необходимые для его обслуживания).

- устойчивое или доминантное положение на рынке с благоприятной структурой и перспективой и/или долгосрочная «законтрактованность» продукции;
- достаточный период времени (2 - 6 мес.) для подготовки проекта и возможность нести прединвестиционные затраты, в том числе на проведение специализированных экспертиз;
- готовность к жестким ограничениям для инициаторов проекта в части принятия материальных управленческих решений, выполнению финансовых ковенант и иным мерам контроля за денежными потоками;
- опыт реализации подобных проектов и кредитоспособность контр-партнеров (подрядчики, покупатели, поставщики, и проч.).

Требования к инвестиционным проектам могут показаться чрезмерными, но необходимость их применения связана в первую очередь с тем, что проектное финансирование сосредотачивает в себе практически все возможные риски присущие экономической деятельности. А временной горизонт планирования лишь усугубляет их влияние на ход реализации проекта. В связи с чем, больший акцент при выборе инвестиционного проекта делается, в первую очередь, на команду менеджеров, которая данный проект будет реализовывать, и на соответствие проекта общерыночной конъюнктуре.

**Риски инвестиционного проекта.**

Оценка риска – сущность проектного анализа. Это не математический процесс, хотя финансовое моделирование используется для оценки финансового эффекта ограниченного числа сценариев. Анализ рисков проектного финансирования основывается на процессе независимого контроля, который обеспечивает достоверность всей информации, тщательной проверки деятельности всех участников контрактных отношений, распределение риска среди участников, определении размера и учете приемлемости остаточных рисков проектной компании и ее

заимодавцев. Анализ рисков основывается на влиянии, которое может оказать отдельный риск на жизнеспособность проекта (см. Приложение 4). Результатом анализа является распределение рисков среди тех участников, которые наилучшим образом сумеют их контролировать и управлять ими.

Разработка и анализ проекта, как компанией, так и банком, направлены на идентификацию и оценку потенциальных рисков, и поиск путей минимизации их влияния.

Минимизация группы коммерческих рисков выражается в заключение контрактов, распределяющих обязательства между участниками проекта, которые справляются с ними наилучшим образом.

В области финансовых рисков банки/инвестиционные компании имеют широкий опыт хеджирования. Самый распространенный вид хеджирования, который используется в проектном финансировании, - процентные свопы, соглашения о потолке процентной ставки, определение максимума и минимума. Для хеджирования валютного риска возможно использовать срочные контракты.

Политические/страновые риски могут быть существенно снижены с приходом в проект Экспортно-Кредитного Агентства. (Export credit agency (ECA)).

Одним из стандартных подходов к анализу рисков являет «матрица рисков», которая позволяет ответить на ряд ключевых вопросов: покрывается ли риск проектными контрактами; какие меры предусмотрены для снижения риска, непокрытого контрактами (страхование, гарантии); какое воздействие окажут некомпенсируемые риски на деятельность проектной компании и каково их воздействие на кредиторов.

**Финансирование проектов с участием экспортно-кредитного агентства (далее ЭКА).**

Если специальная проектная компания импортирует оборудование для проекта, то экспортно-кредитное агентство (ЭКА) может предоставить гарантии политического риска, гарантии всех рисков или прямые кредиты. В

случае гарантий политического риска или гарантий всего риска экспортно-кредитное агентство может оказать поддержку посредством процентных субсидий для коммерческих банков. Таким образом, путем прямого кредитования или предоставления субсидий процентных ставок экспортно-кредитное агентство может предлагать экспортерам конкурентоспособное финансирование с фиксированной ставкой. Экспортно-кредитное агентство также обеспечивает страхование инвестиций от последствий воздействия политических рисков для инвесторов в собственный капитал проектной компании.

Экспортно-кредитное агентство – либо государственное учреждение, которое было создано с целью обеспечения поддержки экспорта, либо компания частного сектора, которая обеспечивает государственную поддержку экспорта в рассматриваемой стране. Такие агентства могут поддерживать сделки, подразумевающие экспорт из других стран, на основании соглашений отдельных экспортно-кредитное агентств. К примеру, в странах Европейского Союза до 30% стоимости контрактов покрывается экспортно-кредитными агентствами.

В случае реализации проектов, предполагающих экспорт из нескольких стран, предполагается участие нескольких агентств. Типичная структура в подобном проекте предполагает назначение «ведущего экспортно-кредитного агентства» для ведущего подрядчика, осуществляющего полное покрытие и финансирование. Все остальные агентства затем перестраховывают свою долю риска. Следовательно, проектная компания работает только с одним пакетом документации по проекту и выплачивает долги только одному экспортно-кредитному агентству.

Для определения целесообразности участия экспортно-кредитного агентства в проекте необходимо идентифицировать ряд ключевых позиций, как инициатору, так и организатору финансирования:

*Импортируемое оборудование и состав строительно-монтажных работ:*

- Комплектный состав оборудования (основное, вспомогательное)/ Состав строительно-монтажных работ;
- Страновая принадлежность производителя оборудования/ Генерального подрядчика, страновая принадлежность субпоставщиков и субподрядчиков;
- Условия поставки и оплаты оборудования, выполняемых услуг;
- Технологическая структура, компоновка, предварительное технико-экономическое обоснование, проектная и разрешительная документация.

*Контрактная структура поставки:*

- Предполагаемая контрактная структура поставки оборудования и строительной части («под ключ» только оборудование, весь проект «под ключ» и прочее);
- Ответственность поставщика за превышение сроков проекта;
- Условия оказания услуг по проекту (базовый инжиниринг, монтаж, шеф-монтаж, обучение персонала, авторский надзор и прочее);
- Взаимоувязка финансовых опций и контрактных условий.

*Структура проекта:*

- Является ли данный проект самодостаточным или требует дальнейшего развития;
- Полный и оптимально организованный состав участников проекта (акционеры, поставщики основного оборудования, правильно выбранный генеральный подрядчик, формализация отношений по поставке газа и сбыту энергии, оператор, сервисная компания, консультанты, др. участники).

*Структура финансирования:*

- Волатильность и корреляция валюты кредита и валюты выручки от реализации проекта;

– Необходимость капитализации процентов на инвестиционной стадии, дополнительное увеличение бюджета проекта в результате капитализации процентов;
– Приемлемость стандартного (полугодового) графика обслуживания долга с началом через 6 месяцев после ввода оборудования в эксплуатацию;
– Наличие намерения (опции) досрочного погашения кредита;
– Что важнее - минимальная процентная ставка или отсутствие риска ее изменения.

В общем виде структура сделки проектного финансирования с участием ЭКА представлена на рисунке 1.

*Рис. 1. Схематичное изображение организации финансирования с участием экспортно-кредитного агентства*

*Источник: презентационные материалы ГПБ (ОАО)*

Преимущества структуры финансирования проекта с участием экспортно-кредитного агентства для Инициатора проекта:

- Принятие российскими банкама рыночного риска проекта;
- Выгодная пропорция финансирования: после компенсации НДС доля Инициатора проекта в общем объеме инвестиций ~ 15%;
- Сравнительно низкая стоимость финансирования;
- Относительно быстрая организация финансирования и мобилизация средств под проект;
- Сокращение транзакционных затрат – российские банки корреспондируют с иностранными банками и экспортно-кредитными агентствами;
- Кредитная и обеспечительная документация для инициатора проекта составлена в российском праве;
- Отсутствие необходимости получения заключений международной юридической компании до или после совершения сделки;
- Отсутствие счетов с залогом прав и «специальными» условиями в банке-нерезиденте;
- Понятная структура обеспечения.

Использование покрытия экспортно-кредитного агентства в проекте наряду с достоинствами имеет и ряд неоднозначных моментов. Высокие изначальные премии и необходимость изначального наличия другого участника финансирования несколько усложняет процесс финансирования. К тому же, экспортно-кредитное агентство поддерживает только экспорт оборудования, а не всю сумму «сквозного» контракта.

## *§3. Финансирование сделок по приобретению бизнеса либо активов.*

В некоторых случаях перед компанией стоят задачи по обеспечению доступа к ресурсам, либо новым рынкам, возможно и к новым технологиям. Тогда решением становится покупка бизнеса либо активов. Подобные процессы становятся возможными благодаря механизму сделок слияний и поглощений. Сделки слияния и поглощения (M&A) – инструмент, обеспечивающий поддержку корпоративной стратегии, без которого требуемые рынком темпы роста на этапе зрелого бизнеса за счет только органического развития достичь затруднительно. Долгосрочный рост многих крупных компаний более чем на треть происходит именно за счет сделок слияния и поглощения. Однако если для компании стратегия слияний и поглощений превращается в самостоятельную стратегию, она неизбежно начинает буксовать, когда пригодных для поглощения активов, обещающих увеличение стоимости в краткосрочной перспективе, становится все меньше. В такой ситуации инвесторы понимают, что компания исчерпала свой потенциал роста за счет поглощений и предполагаемое замедление роста отражается на динамике ее котировок.

### Теоретические аспекты сделок слияния и поглощения.

Слиянием в мировой практике принято называть объединение двух корпораций, в котором выживает только одна из них, а другая прекращает свое существование[1]. В результате слияния поглощающая компания становится владельцем активов и обязательств поглощенной компании. Подобные сделки имеют название статутных слияний (statutory merger). Выделяют также подчиняющие слияния (subsidiary merger), при которых целевая компания становится дочерней или ее частью. При обратном подчиняющем слиянии (reverse subsidiary merger) дочерняя компания приобретающей компании вливается в компанию-цель.

[1] П.Гохан. Слияния, поглащения и реструктуризация бизнеса. Альпина Бизнес Букс 2004г. стр. 21

Поглощение – получение контроля над объектом поглощения в результате приобретения его в собственность предполагает неравное положение сторон[1]. Выделяют дружественное и враждебное поглощение. В международной практике граница между ними определяется тем, кому адресовано предложение о покупке – менеджменту или напрямую собственникам.

В российском праве под слиянием понимается реорганизация юридических лиц, при котором происходит возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением последних[2]. Классическое же для мировой практики определение слияния федеральным законом «Об акционерных обществах» трактуется как присоединение.

В целях данной работы сделки слияния и поглощения будут использоваться в значении получения контроля над объектом поглощения в результате приобретения его в собственность.

Основополагающий момент при инициации сделок слияния и поглощения является определение цели и мотива. Основной целью у российских менеджеров выступает региональная экспансия[3]. В любом случае, вне зависимости от цели, мотивом является создание, так называемой, дополнительной стоимости, источниками которой могут являться финансовый арбитраж, реорганизация плохо управляемого бизнеса и достижение синергетического эффекта.

**Источники дополнительной стоимости.**

Можно выделить три принципиальных источника формирующих дополнительную стоимость в процессе сделки M&A:

---

[1] Миркин Я.М. Англо-русский толковый словарь по финансовым рынкам. Альпина Бизнес Букс 2008г. стр.22.
[2] Федеральный закон «Об акционерных обществах» №208-ФЗ ст.16, 17.
[3] PriceWaterhouseCoopers Assembling value: First-quarter 2010 global industrial manufactyring mergers and acquisitions analysis/ http://www.pwc.com/RU/ru/industrial-manufacturing/assembling-value-q1-2010.jhtml

– Финансовый арбитраж – приобретение актива по стоимости, ниже его внутренней (т.е. стоимость, которая может быть сгенерирована объектом (приведенная стоимость будущих денежных потоков));
– Реорганизация деятельности текущих бизнес-процессов в приобретаемой компании с целью их вывода на принципиально новый качественный уровень;
– Достижение синергетического эффекта.

Первые два источника предполагают дальнейшую продажу бизнеса, в отличие от достижения синергетического эффекта от интеграции бизнес-процессов.

В целях настоящей работы целесообразно рассмотреть только достижение синергетического эффекта в результате приобретения бизнеса либо актива. Первые два источника являются целью фондов прямых инвестиций, взаимных фондов, управляющих компаний и стратегических инвесторов, так как позволяют получить ожидаемую доходность в приемлемый для них срок. Достижение синергетического эффекта является стратегической задачей инвестиционной программы.

***Синергетический эффект.***

Синергия – способность объединенной компании быть более прибыльной, чем в случае их независимого функционирования. Результатом синергии является стоимость объединенной компании, которая должна быть выше, чем суммарная стоимость компаний до слияния:

**Синергия =** $\mathbf{V_{AB} - [V_A - V_B]}$

$V_{AB}$ – стоимость объединенной компании;

$V_A$ – стоимость покупателя/компании А;

$V_B$ – стоимость продавца/компании В.

Также интерес представляет модель синергии профессора Кингстонского университета Робина Мэтьюза. Согласно модели, синергия возникает за счет двух основных источников – субаддитивности и супераддитивности. Субаддитивность позволяет объединенной компании снизить совокупные

затраты на капитал, устранить дублирующий персонал при сохранении существующих объемов продаж. Супераддитивность характеризуется увеличением прибылей в результате объединения усилий компаний для реализации проектов, которые невозможно было реализовать по отдельности.

Синергию возможно разделить на операционную и финансовую. Операционная синергия достигается путем получения эффекта масштаба или достижения определенных конкурентных преимуществ (табл. 5).

*Таблица 5*

*Источниками операционной синергии*

| | |
|---|---|
| ***НИОКР*** | - Прекращение инвестирования в дублирующие разработки;<br>- Разработка новых продуктов путем трансферта технологий;<br>- Сокращение дублирующего персонала. |
| ***Производство*** | - Ликвидация избыточных мощностей;<br>- Использование и трансферт лучших практик производства. |
| ***Закупки*** | - Объединение закупок;<br>- Стандартизация продуктов и услуг. |
| ***Дистрибуция*** | - Объединение складов и маршрутов движения транспорта. |
| ***Продажи и маркетинг*** | - Использование техники перекрестных продаж;<br>- Использование общих каналов сбыта;<br>- Использование лучшей практики;<br>- Уменьшение объединенного маркетингового бюджета. |

***Управление*** - Использование эффекта масштаба применительно к административному блоку;
- Выработка общей стратегии управления бизнесом.

Финансовая синергия проявляется в основном в увеличении возможностей по финансированию новых по масштабам проектов, которые были слишком велики для каждой из компаний по отдельности, и в экономии на налогах. В первом случае эффект синергии будет равен NPV (чистой приведенной стоимости) проекта. Здесь стратегия компании может рассматриваться как приобретение небольших инновационных фирм, с большим количеством потенциальных разработок, но с недостатком финансирования.

Вторым распространенным источником финансовой синергии может являться экономия на налогах, которая выражается в переносе убытков приобретаемой компании с целью снижения налогооблагаемой базы покупателя, так называемая стратегия торговли убытками.

Точное определение эффекта синергии является ключевым при проведении сделок M&A. Однако, как показывает практика, как бы тщательно не происходила оценка синергетического эффекта, покупатели склонны переоценивать потенциальный эффект. Так, по оценкам McKinsey, далеко не все компании достигают запланированной синергии. Распределение долей представлено в рис. 2[1].

[1] Для исследования достижения запланированных синергий было проанализировано 92 сделки, в которых декларировалось получении синергии за счет снижения издержек и 67 сделок, в которых основной целью являлось увеличение выручки за счет синергии. T.Koller, M.Goedhard, D.Wessels. Valuation: Measuring and Managing the value of Companies. – John Willey & Sons, Inc. 2006.

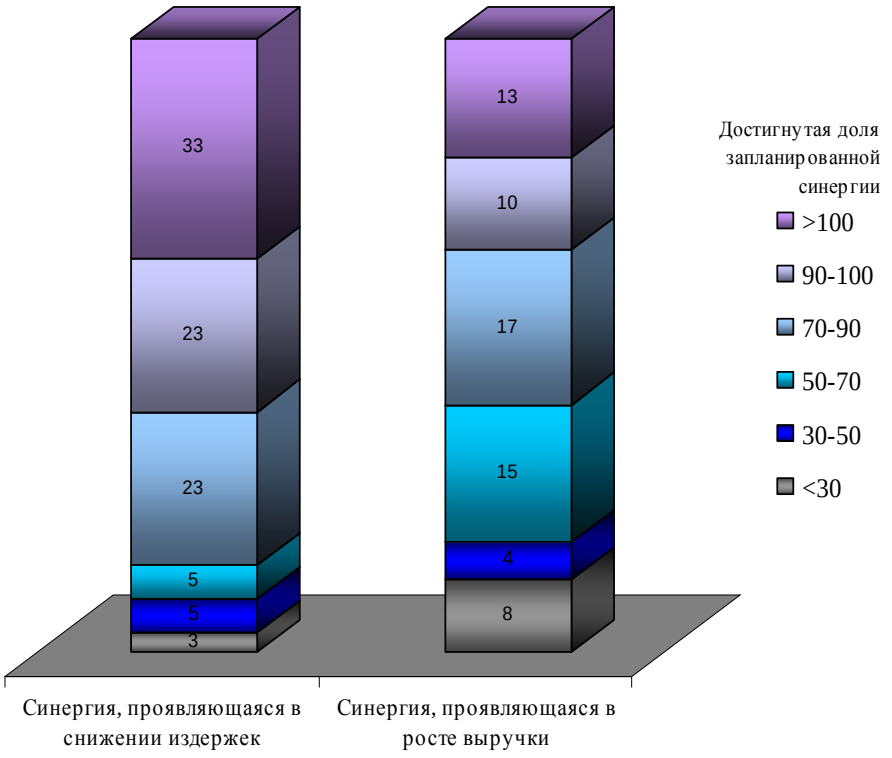



*Рис 2. Эмпирические данные по достижению запланированных синергий.*

Как видно из диаграммы, более чем в 50% сделок не удалось достичь и 70% запланированного прироста выручки, тогда как 88% сделок удалось достичь более 2/3 от запланированной синергии за счет экономии на издержках. При этом только в 36% и 20% сделок удалось достигнуть запланированной синергии издержек и выручки соответственно.

Однако покупателю обычно не удается воспользоваться эффектом синергии единолично. Часть данного эффекта компенсируется премией уплачиваемой продавцу бизнеса, которая составляет 30-40% от стоимости приобретения.

**Определение приемлемой цены приобретения.**

Точное структурирование финальной оценки стоимости бизнеса в сделке M&A позволяет избежать переоценки приобретаемого актива и снизить вероятность разрушения стоимости после сделки. Следует сразу оговориться, что выявление взаимосвязей и взаимовлияний между компонентами стоимости будет представлять больший интерес в данной

работе, чем определение наиболее эффективных моделей оценки справедливой (внутренней) стоимости компании.

Стоимость бизнеса в общем виде будет выглядеть следующим образом:

**DV = EV *d + Premium**

DV (deal value) – сумма, уплаченная по сделке;

EV (enterprise value) – справедливая (внутренняя) стоимость;

d – доля, приобретаемая в компании

Premium – премия, уплаченная в сделке.

Задачей структурирования сделки является минимизация DV, т.е. суммы сделки. Исходя из формулы приведенной выше, единственным переменным компонентом является уплачиваемая по сделке премия, в связи с тем, что доля в бизнесе – величина, заданная покупателем, а справедливая стоимость хоть и может варьироваться, но незначительно, в зависимости от взгляда на основные драйверы стоимости (темпы роста, маржа и др.). Соответственно ключевой задачей становится определение максимально возможной премии, выплата которой не приведет к разрушению текущего богатства акционеров покупателя. Необходимо отметить, что переоценка допустимой премии, может являться причиной неудовлетворительного финансового результата после завершения процесса интеграции компаний.

Уплачиваемая премия компенсируется синергетическим эффектом, речь о котором шла ранее. На рис. 3 приведено распределение стоимости и выгод от слияния между продавцом и покупателем и взаимосвязь между уплаченной премией и синергетическим эффектом:

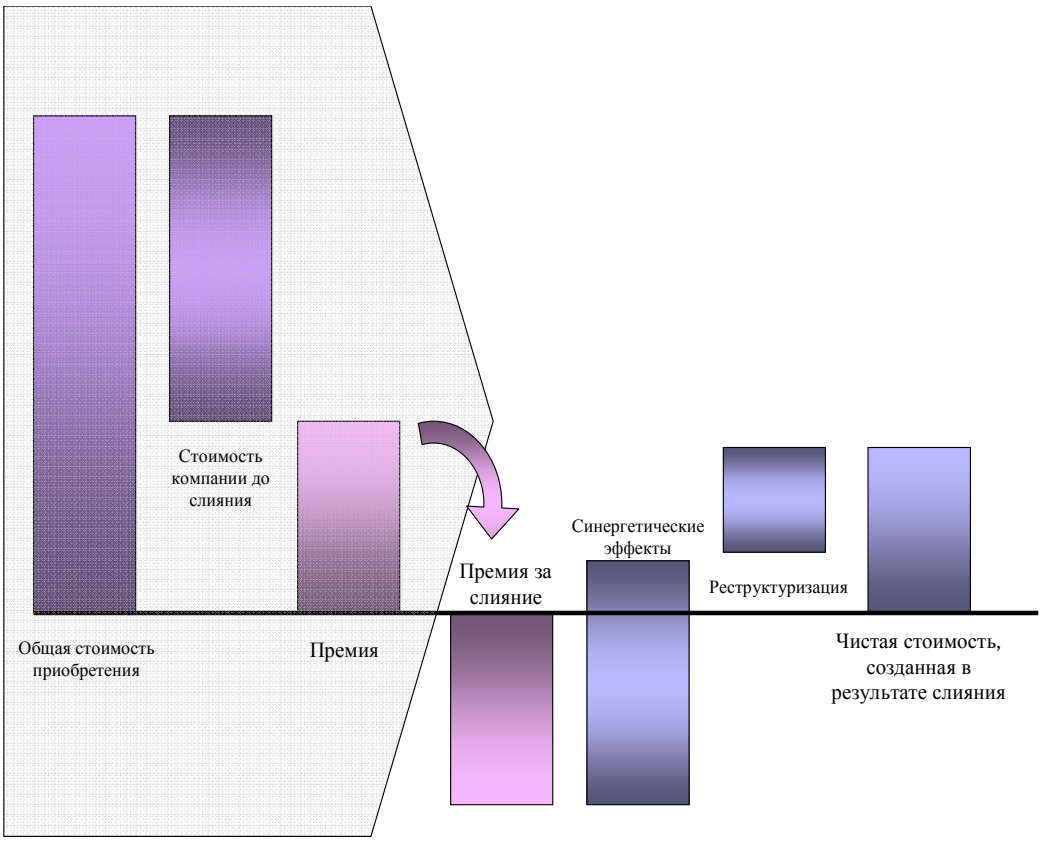



*Рис. 3. Взаимосвязь уплаченной премии и синергетического эффекта.*

Как показано на рис. 3, премия, уплаченная покупателем, снижает получаемый синергетический эффект от сделки. Таким образом, для получения приемлемой нормы добавочной стоимости покупателю приходится прибегать к механизмам реструктуризации. Следовательно, для покрытия уплаченной премии у покупателя существует два источника – синергия и реструктуризация.

Далее, перейдем к рассмотрению возможных источников финансирования сделок слияния и поглощения.

**Источники финансирования.**

Исходя из классификации источников финансирования, можно выделить три способа финансирования сделок слияния и поглощения:

– Собственными акциями покупателя (новая эмиссия, выкуп акций у своих акционеров, использование ранее выкупленных акций, использование недоразмещенных акций последнего выпуска);

– Собственными денежными средствами (накопленные резервы либо за счет средств, привлеченных во время размещения акций, до начала активной M&A-экспансии);
– Заемными денежными средствами.

При выборе формы финансирования ключевым фактором будет являться эффективность управления стоимостью, создаваемой в ходе слияния, а именно:

– Вероятность получения прогнозируемой синергии;
– Соотношение рыночной и внутренней стоимости предприятия;
– Минимизация стоимости привлечения капитала компании.

***Вероятность получения прогнозируемой синергии.***

Вероятность получения прогнозируемой синергии или величина риска синергии определяет предпочтительный способ финансирования сделки для покупателя. Если покупатель уверен в потенциале сделки слияния, то ее стоит профинансировать полностью денежными средствами (собственными либо заемными), что позволит акционерам полностью получить экономические выгоды от синергии объединения. В случае неуверенности в полной реализации эффекта синергии по сделки, у менеджмента компании-покупателя возникает мотивация застраховать частично риск синергии предложением об обмене акциями. Данная стратегия размывает долю участия в получаемых экономических выгодах, но ограничивает участие в убытках.

Последние исследования подтверждают тот факт, что рынок позитивнее реагирует на сделки M&A финансируемые денежными средствами. Обмен акциями воспринимается рынком как неуверенность менеджмента в целесообразности планируемой сделки и переоцененность акций компании-покупателя относительно объекта покупки, что может привести к снижению котировок акций компании-покупателя.

***Соотношение рыночной и внутренней стоимости покупателя и продавца.***

Здесь логично рассмотреть два варианта переоцененность и недооцененность акций покупателя. Если покупатель уверен, что его акции недооценены рынком, то решение о дополнительном выпуске, в целях финансирования сделки, может пагубно сказаться на текущих котировках и, следовательно, благосостоянии акционеров. В случае же переоценки акций покупателя имеет смысл воспользоваться обменом акций. В этом случае принципиальным является, чтобы акции продавца не были более переоцененными, чем акции покупателя, иначе должно быть принято решении о финансировании сделки за счет денежных средств.

***Минимизация стоимости привлечения капитала компании.***

Основополагающий момент в выборе источников заемного финансирования – превышение нормой прибыли, прогнозируемой после слияния, стоимости капитала, использованного на реализацию сделки. Соответственно, со снижением стоимости привлеченного капитала увеличивается его потенциал использования.

## Заемные источники в структуре финансирования сделок M&A.

Заемными источниками в структуре финансирования сделок M&A могут выступать банковский долг, субординированный долг, мезонинный долг, бридж финансирование, акции, облигации, векселя и проч.

В мировой практике доминантное положение в организации и предоставлении источников финансирования принадлежит инвестиционно-банковскому сектору, институциональным инвесторам, фондам. Участие банков ограничивается предоставлением старшего долга, который составляет в среднем 40% в структуре финансирования.

Российская модель финансовой системы накладывает определенные отпечатки на распределение ролей в организации финансирования. Лидирующие позиции занимают Банки, точнее их инвестиционные подразделения. Инвестиционные компании используют инструменты массового рынка – векселя, облигации, акции, тем самым, делая сделку более «рыночной». Однако, интересно то, что преобладающая часть лидеров

рынка по размещению корпоративных облигаций, оборотам акций на российских площадках – коммерческие банки. В дальнейшем предлагаем не разделять источники заемных средств на банковские и инвестиционно-банковские.

В случае несложной сделки бывает достаточно одного кредитора, однако крупные сделки требуют кредиторов нескольких классов. С увеличением объема финансирования происходит наслоение различных видов долга (подробнее см. Приложение 3). Относительно банковских кредитов стоит отметить, что Положением банка России кредиты, предоставленные юридическим лицам и использованные заемщиком на осуществление вложений в уставные капиталы других юридических лиц, могут быть отнесены не выше чем к 3-ей категории качества[1]. Это вынуждает банки формировать значительные резервы на возможные потери по ссудам, что ведет к их удорожанию для заемщика. Выходом из этой ситуации стало финансирование подобных сделок через дочерние банки, действующие в оффшорных юрисдикциях.

Рассмотрим различие основных условий привлечения в зависимости от источника финансирования по каждому уровню в отдельности исходя из классификации приведенной в Приложении 3.

*Таблица 6*

*Инструменты привлечения старшего обеспеченного финансирования*

| ***Основные условия*** | **Синдицированные кредиты** | **Выпуск облигаций/CLN** | **Выпуск облигаций, обмениваемых на акции** |
|---|---|---|---|
| *Объем финансирования* | Зависит от залоговой стоимости актива и финансового состояния заемщика | Зависит от залоговой стоимости актива и финансового состояния эмитента | Зависит от рыночной стоимости пакета акций, премии по встроенному опциону и финансового состояния эмитента. |
| *Стоимость финансирования* | Низкая, процентная ставка - плавающая | Очень низкая, процентная ставка - плавающая или | Очень низкая, процентная ставка - фиксированная |

[1] Положение Банка России от 26.03.2004 г. № 254-П «О порядке формирования кредитными организациями резервов на возможные потери по ссудам, ссудной и приравненной к ней задолженности»

| | | | |
|---|---|---|---|
| | | фиксированная | |
| *Срок финансирования* | до 5 лет; как правило, предусмотрена амортизация | до 10 лет (и выше для высококачественных эмитентов); единовременное погашение | 2-7 лет |
| *Возможность досрочного погашения без штрафов* | Есть | Нет | Нет |
| *Ковенанты* | Жесткие | Нежесткие | Нежесткие |
| *Раскрытие информации* | Среднее | Значительное | Значительное |
| *Наличие МСФО* | Необязательно | Обязательно | Обязательно |
| *Получение кредитного рейтинга* | Необязательно | Обязательно | Обязательно |
| *Андеррайтинг* | Да | Нет | Нет |
| *Срок реализации* | от 12 недель | от 12 недель | от 12 недель |
| *Прочее* | Может привести к повышению стоимости необеспеченного долга заемщика | Может привести к повышению стоимости необеспеченного долга заемщика | Гибкие параметры встроенного опциона (срок исполнения, премия, knock-out), пакет акций остается заблокированным до погашения облигаций |

*Источник: данные ГПБ (ОАО)*

*Таблица 7*

*Инструменты привлечения старшего необеспеченного финансирования*

| ***Основные условия*** | **Синдицированные кредиты** | **Выпуск облигаций/CLN** |
|---|---|---|
| *Объем финансирования* | Зависит от финансового состояния заемщика | Зависит финансового состояния эмитента |
| *Стоимость финансирования* | Средняя, процентная ставка - плавающая | Средняя, процентная ставка - плавающая или фиксированная |
| *Срок финансирования* | до 5 лет; как правило, предусмотрена амортизация | до 10 лет (и выше для высококачественных эмитентов); единовременное погашение |
| *Возможность досрочного погашения без штрафов* | Есть | Нет |
| *Ковенанты* | Жесткие | Нежесткие |

| | | |
|---|---|---|
| *Раскрытие информации* | Среднее | Значительное |
| *Наличие МСФО* | Необязательно | Обязательно |
| *Получение кредитного рейтинга* | Необязательно | Обязательно |
| *Андеррайтинг* | Да | Нет |
| *Срок реализации* | от 12 недель | от 12 недель |

*Источник: данные ГПБ (ОАО)*

*Инструменты привлечения субординированного финансирования.*

Данный инструмент используется холдинговыми компаниями для привлечения долгового финансирования, под залог принадлежащего ей пакета акций дочерней компании, в случае если стоимость привлечения альтернативных источников выше, из-за существующей долговой нагрузки.

*Таблица 8*

| ***Основные условия*** | **Финансирование, обеспеченное контрольными пакетами акций** |
|---|---|
| *Объем финансирования* | Зависит от рыночной стоимости пакета акций и/или ожидаемых свободных денежных потоков компании-эмитента акций |
| *Стоимость финансирования* | Высокая, процентная ставка - плавающая или фиксированная. Также возможно участие кредиторов в прибыли от роста стоимости акций компании. |
| *Срок финансирования* | до 7 лет |
| *Возможность досрочного погашения без штрафов* | Иногда |
| *Ковенанты* | Жесткие |
| *Раскрытие информации* | Значительные (требуется проведение масштабного due diligence) |
| *Наличие МСФО* | Очень желательно |
| *Получение кредитного рейтинга* | Необязательно |
| *Андеррайтинг* | Нет |
| *Срок реализации* | от 12 недель |
| *Прочее* | Для участия в сделке иностранных кредиторов/инвесторов холдинговая компания должна быть учреждена в иностранной юрисдикции с благоприятным законодательством. Структурой сделки, как правило, предусматриваются margin calls. Может быть предусмотрена капитализация процентов. |

*Источник: данные ГПБ (ОАО)*

*5. Гибридное финансирование.*

Гибридное финансирование является комбинированием традиционного долгового финансирования с квази-акционерным капиталом. Квази-акционерный капитал предоставляется в форме субординированного/конвертируемого долга, ранжируемого между акционерным капиталом и старшим долгом, в сочетании с производными инструментами. При смешанном финансировании возможно достичь 100% финансирования проекта за счет заемных средств. Подобное финансирование используется, когда компания не располагает достаточными собственными средствами, либо их использование более выгодно в других проектах, либо при повышенном уровне риска финансирования.

Гибридное финансирование дешевле акционерного капитала, но дороже старшего долга, однако главной особенностью является больший контроль со стороны кредитора. За счет возможности увеличения финансового рычага происходит повышение доходности собственного капитала (ROE). Также гибридное финансирование позволяет сохранить долю владения компанией и сохранить дополнительные прибыли (доходность от операционной деятельности и увеличение стоимости имущества) в отличие от со-инвестирования.

# Глава 3. Источники финансирования, используемые российскими предприятиями машиностроения.

В предыдущих главах мы рассматривали теоретические аспекты финансирования инвестиционных программ российских промышленных предприятий, абстрагируясь от текущих потребностей в финансировании финансово-хозяйственной деятельности. Мобилизация финансовых ресурсов на современном этапе необходима в первую очередь для проведения модернизации производственных мощностей и внедрения инноваций. Машиностроительный комплекс на этом фоне выглядит особенно тяжело.

Российские машиностроительные предприятия подошли к порогу, когда без модернизации и нового инновационного продукта у них нет будущего. Машиностроительный комплекс, в особенности тяжелое машиностроение, агрегирует большинство проблем присущих российской промышленности, так как основными поставщиками и покупателями выступают другие отрасли промышленности. В связи с чем, помимо внутриотраслевых и макроэкономических рисков, на машиностроительный комплекс оказывают воздействие риски, присущие отраслям – основным контрагентам.

Для понимания факторов, влияющих на выбор источников финансирования деятельности машиностроительных предприятий, логично начать с анализа машиностроительного комплекса на современном этапе, выявить воздействие экономического кризиса на объемы производства и общее финансовое положение предприятий в отрасли. Таким образом, в §1 данной главы будет рассмотрена макро и микросреда, воздействующая на предприятия машиностроительного комплекса, а в §2 будут рассмотрены источники финансирования деятельности предприятия на примере предприятий Группы ОАО «Объединенные машиностроительные заводы» (далее ОМЗ).

### *§1. Анализ машиностроительного комплекса России.*

Целью данного параграфа является анализ ситуации, сложившейся в российском машиностроительном комплексе в 2009 г. для понимания всего комплекса проблем и условий в которых менеджменту приходится принимать решения о финансировании. Машиностроение было выбрано для целей данной работы в связи с тем, что отрасль наиболее тесно взаимосвязана с другими отраслями, как в производстве, так и в сбыте продукции, а также агрегирует большинство проблем, с которыми сталкиваются и другие отрасли промышленности.

Номенклатурный ряд продукции, выпускаемой отраслями машиностроения очень разнообразен, начиная от продукции тяжелого

машиностроения и заканчивая выпуском точных оптических приборов. Для целей данного анализа используется классификация машиностроительной продукции по ОКВЭД[1]:

– производство машин и оборудования (27,9%[2] производства машиностроительного комплекса);
– производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования (25,4%[2] производства машиностроительного комплекса);
– производство транспортных средств и оборудования (46,7%[2] производства машиностроительного комплекса).

**Ситуация в машиностроительных отраслях, предшествующая экономическому кризису.**

Машиностроение остается важнейшей системообразующей отраслью российской экономики. На момент начала кризиса доля машиностроения в структуре промышленного производства страны составляла около 20% (второе место, после топливно-энергетического комплекса). В структуре валовой добавленной стоимости промышленности доля машиностроения также уступала только ТЭК и составляла около 30%[3]. В структуре инвестиций в основной капитал по всей экономики доля машиностроения была на уровне 15%[4].

Предприятия отрасли имеются в большинстве регионов России, оказывая существенное влияние на развитие социальной инфраструктуры и состояние рынка труда. Машиностроительный комплекс является крупным потребителем продукции металлургии, химической промышленности, энергетики, транспорта и связи, содействует развитию этих и других отраслей.

В результате экономического кризиса российский машиностроительный комплекс оказался в наиболее сложном и уязвимом положении среди всех

[1] www.okvad.ru
[2] Росстат.
[3] Портал машиностроения: Машиностроение России должно двигаться вперед и только по инновационному пути развития! www.mashportal.ru
[4] Концепция формирования Государственной комплексной программы развития машиностроения России. Раздел 2.

отраслей экономики. Глубокий спад, начавшийся в IV квартале 2008 г., поразил практически все отрасли машиностроения. Исключение составляет продукция оборонно-промышленного комплекса и производство некоторых видов энергетического оборудования, но и в этих отраслях ситуация далеко не стабильна.

В отличие от отраслей ТЭК, где падение связано с конъюнктурой мировых сырьевых рынков, спад производства в российском машиностроении нельзя объяснить только влиянием экономического цикла. Текущий кризис не стал единственной причиной критического состояния отрасли, он лишь усугубил накопленные проблемы. В большинстве подотраслей машиностроения кризис носит черты системного характера.

Проблемы машиностроительного комплекса уходят корнями в период 90-х гг. Падение инвестиционного спроса в экономике фактически спровоцировало коллапс целого ряда производств. В таблице 9 приведена динамика выпуска машиностроительной продукции в сравнении с 1991г., годом начала реформ.

*Таблица 9*

*Индексы производства продукции машиностроения (в %, 1991=100%)*

| | 1992 | 1995 | 2000 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Производство машин и оборудования | 84,4 | 38,1 | 32,3 | 37,4 | 45,2 | 45,1 | 49,3 | 58,7 | 61,0 |
| Производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования | 79,8 | 37,3 | 45,3 | 64,9 | 87,3 | 116,3 | 135,3 | 151,3 | 139,3 |
| Производство транспортных средств и оборудования | 85,3 | 45,0 | 53,1 | 44,1 | 49,2 | 52,7 | 54,8 | 63,2 | 69,2 |

*Источник: Росстат*

Длительный период «недоинвестирования» и нехватки средств для проведения НИОКР отбросил российское машиностроение назад. Либерализация экономики в начальный период реформ не сопровождалась необходимыми в таких случаях мерами протекционистской политики в

отношении отечественной машиностроительной продукции. Эти меры могли бы позволить российскому машиностроительному комплексу осуществить необходимую перестройку и адаптироваться к новой модели экономики.

Результатом этих процессов стало резкое усиление зависимости экономики от импорта оборудования и комплектующих[1]. В итоге к 2000 г. уровень производства в машиностроении составил менее 50% от уровня 1991 г. (см. Таблица 9). Эффект девальвации рубля после 1998 г. и общий экономический рост, продолжавшийся до 2008 г., помогли несколько стабилизировать ситуацию в машиностроении. В последние годы развитие машиностроительного комплекса характеризовалось следующими факторами:

– увеличение объемов военно-технического сотрудничества и финансирования государственного оборонного заказа;
– рост выпуска продукции, связанный с необходимостью насыщения внутреннего рынка;
– увеличение объемов капитальных вложений и НИОКР;
– концентрация ресурсов и производства в крупных холдингах, оперирующих в оборонно-промышленном комплексе, а также в секторах производства сельхозтехники, энергетического машиностроения, дорожно-строительной техники.

Однако даже с учетом этих факторов на момент начала кризиса российское машиностроение по большинству производств как качественно, так и количественно отставало от уровня достигнутого еще внутри советской экономики. Стоит отметить, что в большинстве экономически развитых стран доля машиностроения находится на уровне 35-50%[2] промышленного производства.

[1] См. Таблица 1 Приложения 5
[2] Концепция формирования Государственной комплексной программы развития машиностроения России. Раздел 2.

**Ситуация в машиностроительных отраслях в период кризиса.**

В докризисный период динамика выпуска машиностроительной продукции в целом соответствовала динамике промышленного производства и по некоторым позициям даже опережала ее (рис. 4). По итогам 2008 г. производство машин и оборудования и производство транспортных средств выросли на 2,1% и 9,5 % соответственно. Падение выпуска электрооборудования, электронного и оптического оборудования (-7,9% по итогам 2008 г.) началось еще в I квартале 2008 г. и частично могло быть связано с ростом импорта данной продукции.

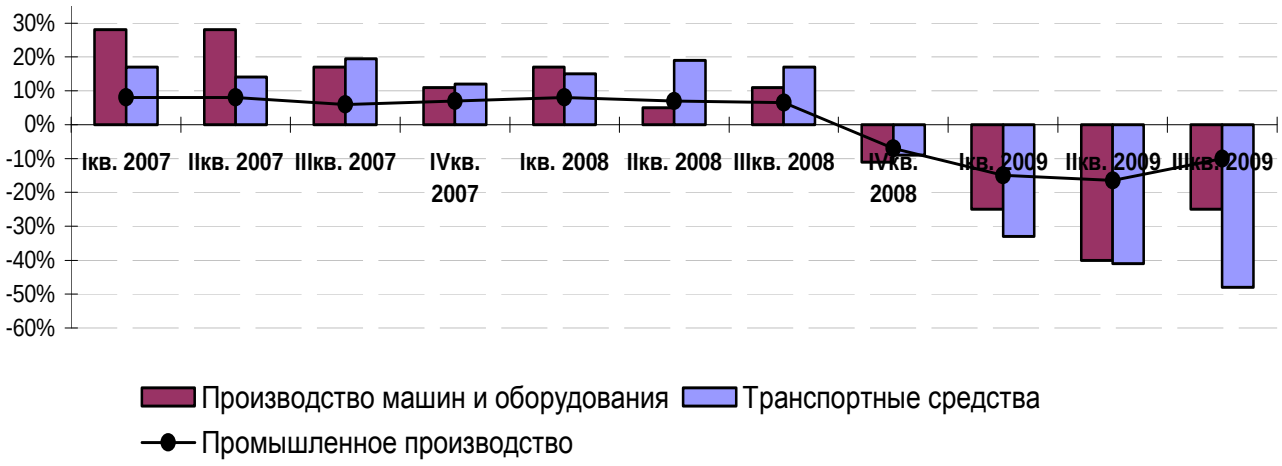



*Рис. 4. Динамика производства отраслей машиностроительного комплекса в сравнении с динамикой промышленного производства (темп прироста, %)*

*Источник: Росстат*

Кризис во всех подотраслях машиностроения начал сказываться в IV квартале 2008 г. и в полной мере проявился в I квартале 2009 г. По итогам 9 месяцев 2009 г. в машиностроении отмечен самый глубокий спад среди отраслей обрабатывающего сектора - в среднем по трем основным отраслям падение выпуска продукции составило более 35% к соответствующему периоду 2008 г. При этом ситуация в первой половине 2009 г. была критической[1].

[1] Гурова Т. Полунин Ю. Одержимым достанется. Эксперт №2 18-24 января 2010 г. стр. 28

С учетом падения выпуска продукции доля машиностроения в структуре промышленного производства по оценке Министерства Экономического Развития в 2009 г. сократится на 2,9 процентных пункта.

*Таблица 10*

*Структура промышленного производства в 2008-2009 гг. (%)*

| **Отрасли промышленности** | **2008** | **2009, оценка** |
|---|---|---|
| **Промышленность - всего** | **100** | **100** |
| ТЭК | 40,1 | 44,3 |
| Потребительский комплекс | 12,1 | 13,3 |
| Отрасли инвестиционного спроса, в т.ч. | 18,9 | 15,1 |
| *Машиностроение* | 14,5 | 11,6 |
| Отрасли промежуточного спроса | 27,0 | 25,8 |
| Прочие отрасли | 1,9 | 1,5 |

*Источник: МЭР РФ*

История предыдущих промышленных кризисов показывает, что в этот период в наибольшей степени падает производство товаров инвестиционного спроса, к которым относится машиностроительный комплекс. Эффект от изменения объема инвестиций в основной капитал проявляется, как правило, с определенным лагом. Этим, в частности, объясняется то, что падение производства в машиностроении произошло не сразу.

Достаточно высокий уровень инвестиционной активности в российской экономике в 2007 г. способствовал, в том числе, росту спроса на продукцию машиностроения. В свою очередь, замедление темпа роста инвестиций во II полугодии 2008 г., сменившееся резким падением в 2009 г., привело к падению выпуска машиностроительной продукции.

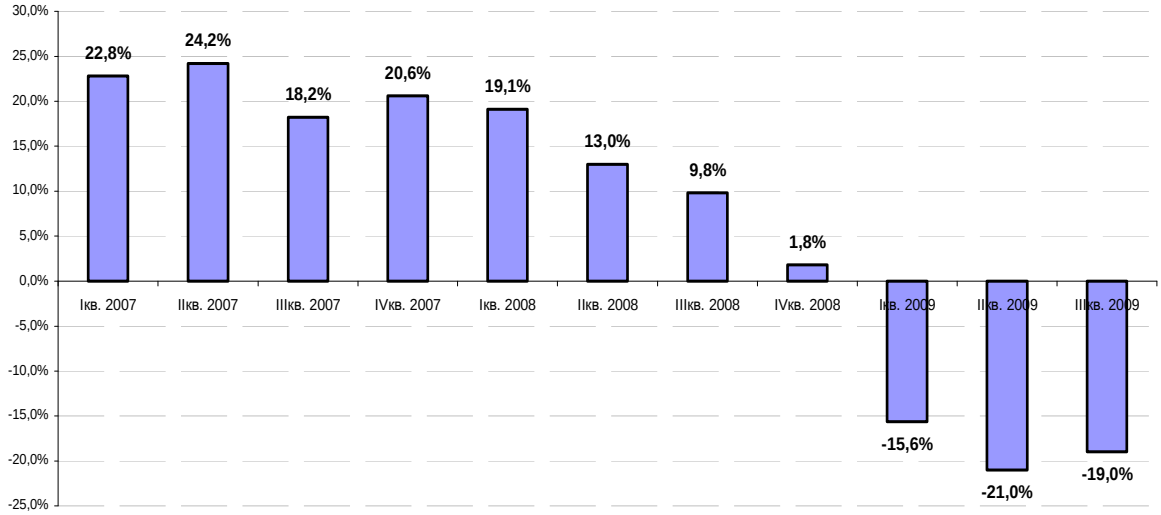



*Рис. 5. Динамика инвестиций в основной капитал (темп прироста, %)*

*Источник: Росстат*

В связи с приведенной информацией о динамике инвестиционной активности, стоит отметить, что доля инвестиций в машиностроительный комплекс в 2008 г. составила 1% инвестиций – в 15 раз меньше, чем в добывающих отраслях[1].

В таблице 11 приводится информация о динамике производства в отраслях - основных потребителях машиностроительной продукции в январе-сентябре 2009 г.

*Таблица 11*

*Темп прироста производства основных отраслей*

*(янв.-сент. 2009г. к янв.-сент. 2008г., %)*

| | |
|---|---|
| **Промышленное производство** | **-13,5** |
| **Добыча полезных ископаемых, в т.ч.** | **-3,0** |
| добыча топливно-энергетических полезных ископаемых | -1,8 |
| добыча полезных ископаемых, кроме топливно-энергетических | -11,0 |
| **Обрабатывающие производства , в т.ч.** | **-19,1** |
| Производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака | -2,0 |
| Текстильное и швейное производство | -20,7 |
| Обработка древесины и производство изделий из дерева | -23,1 |
| Производство кокса, нефтепродуктов и ядерных материалов | -1,3 |

[1] Микшес А. Технология участия. Приложение к Газете «Коммерсантъ» №201 (4018) от 06.11.2008

| | |
|---|---|
| Ххимическое производство | -13,0 |
| Производство резиновых и пластмассовых изделий | -14,6 |
| Производство прочих неметаллических минеральных продуктов | -28,8 |
| Металлургическое производство и произв. готовых металлич. изд. | -21,1 |
| **Производство и распределение электроэнергии, газа и воды** | **-6,9** |
| **Продукция сельского хозяйства** | **-0,8** |
| **Объем коммерческих перевозок грузов транспортом (без трубопроводного)** | **-22,9** |
| **Пассажирооборот транспорта общего пользования** | **-9,2** |

*Источник: Росстат*

На инвестиционную активность предприятий влияет не столько падение производства как таковое, сколько ожидания снижения спроса. В Приложении 6 приводятся объемы сокращения инвестиционных программ, связанные с прогнозами снижения производства (которые в итоге реализовались).

**Основные проблемы развития машиностроительного комплекса.**

Основная проблема машиностроительного комплекса состоит в отсутствии защитных механизмов, позволяющих противостоять экономическому кризису. Эта проблема является прямым следствием тотального спада производства и практически полного отсутствия государственной политики в области машиностроения в 90-е гг.

Период стабилизации и роста оказался недостаточным для восстановления производства, а систематическая и целенаправленная государственная поддержка комплекса через Федеральные целевые программы началась только в середине 2000-х гг. В связи с этим на момент кризиса машиностроительные предприятия не успели создать необходимый финансовый и технологический задел.

Другой серьезной проблемой является отсутствие сформированного рынка в большинстве машиностроительных отраслей. Если для тяжелого и оборонного машиностроения наличие небольшого числа крупнейших производителей экономически оправданно (это является нормальной

мировой практикой), то для серийных производств электрооборудования, электронного оборудования и даже транспортных средств отсутствие внутренней конкурентной среды существенно тормозит развитие отраслей. Несмотря на большое количество предприятий в машиностроительных отраслях, только единицы в состоянии выпускать конкурентоспособную продукцию.

Выделенные проблемы носят общий характер. Более конкретные причины кризисной ситуации в машиностроении состоят в следующем:

– низкий уровень конкурентоспособности гражданской машиностроительной продукции;
– высокий уровень физического износа оборудования;
– отток кадров;
– низкая рентабельность производства;
– слабое финансовое состояние предприятий.

Основной причиной низкой конкурентоспособности продукции является работа по устаревшим технологиям, внедренным еще в советский период. Сохранилась и традиционная проблема советской экономики – высокий уровень затрат производимой продукции. Технологии изначально не были ориентированы на низкий расход материалов и энергосбережение.

В России за последние 20 лет значительно сократилось число наукоемких производств; число зарегистрированных патентов существенно меньше, чем в других развитых индустриальных странах[1]. Соответственно по объему экспорта технологий Россия далеко позади лидеров мирового машиностроения.

По данным Союза машиностроителей, на момент начала кризиса физический износ основных средств достиг критического уровня (от 65 до 75%). Фактический возраст парка российского машиностроения превышает

[1] Потатуев В.М. Развитие малых инновационных предприятий с привлечением венчурного капитала: диссертация кандидата экономических наук: 08.00.05. Москва 2007. 137 с. Ил. стр 14

20 лет. При этом удельный вес производств, соответствующих пятому технологическому поколению составляет лишь 8%.

По информации Росстата, доля полностью изношенных фондов в машиностроении в среднем составляет 20%. Наиболее критическая ситуация сложилась в производстве транспортных средств и оборудования - доля полностью изношенных фондов составляет 26%, что значительно выше данного показателя в других отраслях.

Крупные машиностроительные холдинги только сравнительно недавно стали активно заниматься техническим перевооружением. Однако в результате кризиса большая часть инвестиционных программ была заморожена или сокращена (см. Приложение 6)

Изношенное оборудование не позволяет производить конкурентоспособную продукцию, в результате неудовлетворенный спрос переключается на импорт, а мощности российских предприятий остаются незагруженными. Наибольшая загрузка мощностей наблюдается в производстве энергетического оборудования, транспортном машиностроении, и по отдельным видам дорожной и строительной техники. За счет развития совместных производств сохраняет высокую долю на российском рынке производители бытовых холодильников.

Свидетельством сложной ситуации в машиностроительных отраслях служит массовый отток кадров. За период с 1995 по 2008 гг. численность работников машиностроительного комплекса сократилась почти в 2 раза[1] – это один из самых худших показателей во всей экономике. По разным оценкам, около половины работников отрасли находится в предпенсионном возрасте. Из общей численности персонала, занятого в машиностроении, порядка 40% работает в секторе ОПК.

Еще одна проблема российского машиностроения – низкая рентабельность производства. В таблице 12 приведены данные о

[1] Федеральная Служба Государственной Статистики

рентабельности трех отраслей машиностроения в сравнении со средним уровнем рентабельности в обрабатывающих отраслях.

*Таблица 12*

*Отраслевые коэффициенты рентабельности (%)*

| | **2003** | **2004** | **2005** | **2006** | **2007** | **2008** |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Обрабатывающие производства | 12,4 | 14,9 | 15.3 | 16,6 | 18,3 | 17,7 |
| Производство машин и оборудования | 5,8 | 7,5 | 8,2 | 8,3 | 8,7 | 8,7 |
| Производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования | 8,3 | 8,4 | 8,4 | 9,2 | 9,9 | 9,1 |
| Производство транспортных средств и оборудования | 9,8 | 7,8 | 6,9 | 6,1 | 6.1 | 4,4 |

*Источник: Росстат*

Обращают на себя внимание два факта: устойчиво низкая рентабельность машиностроительных отраслей по сравнению с остальной экономикой (это особенно негативно с учетом, того, что машиностроение – производство с самой высокой добавленной стоимостью); практически полное отсутствие какой-либо положительной динамики показателя рентабельности в машиностроении.

Слабое финансовое состояние подавляющего числа машиностроительных предприятий – проблема, которая обострилась именно в период кризиса. Данная проблема является прямым следствием низкой рентабельности и низкого технологического уровня производства. В таблице 13 приведена информация о совокупном финансовом результате российских машиностроительных предприятий в январе-августе 2009 г. в сравнении с тем же периодом 2008 г.

*Таблица 13*

*Сальдированный результат деятельности машиностроительных предприятий (млрд. руб.)*

| | полугодие 2008 г. | полугодие 2009 г. |
|---|---|---|
| Производство машин и оборудования | 36,3 | 11,2 |
| Производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования | 26,0 | 5,8 |
| Производство транспортных средств и оборудования | 27,4 | -67,5 |

*Источник: Росстат*

Таблица 13 составлена на основе официальной бухгалтерской отчетности, поэтому может искажать реальную картину. Однако даже эта информация говорит о степени ухудшения финансового состояния предприятий, особенно в производстве транспортных средств.

Проблема доступа к кредитным ресурсам выходит на первый план для предприятий машиностроения. Банки готовы работать с отраслью только при наличии гарантий, прежде всего со стороны государства. Ситуация обостряется тем, что залоги, которые предприятия могут предоставить банкам в обеспечение кредитов, несут высокий риск. В случае дефолта по кредиту банк может оказаться с активами, которые не имеют никакой реальной стоимости.

По данным ЦБ РФ, объем задолженности предприятий машиностроительной отрасли (в том числе автомобилестроения) по банковским кредитам на 1 октября 2009г. составлял 556,4 млрд. рублей. Уровень просроченной задолженности в целом по отрасли машиностроение соответствовал среднему показателю по обрабатывающей промышленности и составлял на 1 октября 2009 г. 5,6% от общего кредитного портфеля.

Без учета автомобилестроения, объем задолженности по банковским кредитам по машиностроительной отрасли на 1 октября 2009г. составлял 446,4 млрд. рублей, а уровень просроченной задолженности - 3,1%.

*Таблица 14*

*Банковское кредитование подотраслей обрабатывающей промышленности*

| | Кредитный портфель На 1.10.2009г. (млрд. руб.) | Просроченная задолженность на 1.10.2009г. (%) |
|---|---|---|
| Обрабатывающие производства | 2 503,9 | 5,45 |
| Производство пищевых продуктов | 423,2 | 5,57 |
| Обработка древесины | 66,3 | 10,37 |
| Целлюлозно-бумажное производство | 66,7 | 7,53 |
| Производство нефтепродуктов | 76,4 | 2,69 |
| Химическое производство | 176,4 | 2,30 |
| Металлургическое производство | 502,4 | 2,48 |
| Производство машин и оборудования | 240,8 | 3,75 |
| Производство транспортных средств и оборудования | 315,6 | 6,94 |
| в т.ч. производство автомобилей | 110,0 | 15,55 |

*Источник: ЦБ РФ*

Крупнейшими банками-кредиторами отрасли являются Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк и Альфа-банк. В соответствии с консолидированной отчетностью по МСФО на 1 июля 2009 г. кредитный портфель банков по отрасли машиностроение (в том числе автомобилестроение) был следующим:

– Сбербанк - 356,7 млрд. руб.;
– ВТБ - 120,0 млрд. руб. (оценка);
– Газпромбанк - 40,8 млрд. руб.;
– Альфа-банк - 30,4 млрд. руб..

Однако официальная информация ЦБ РФ и Росстата о просроченной задолженности не показывает реальные масштабы проблемы. По данным Минфина РФ, совокупный проблемный портфель кредитов к началу 2010 г. (без учета автомобилестроения) достигает 150 млрд. рублей, т.е. порядка 35-40 % всей задолженности.

*Выводы:* В краткосрочной перспективе падение производства машиностроительной продукции может быть частично остановлено за счет экстренных мер прямой государственной поддержки, расходов федерального бюджета на инфраструктурные проекты и повышения инвестиционного спроса в энергетике и добывающих отраслях. В долгосрочной перспективе восстановление спроса на продукцию машиностроения будет происходить, в первую очередь, за счет нефтегазовой промышленности, энергетики и инфраструктурных отраслей.

Главным выводом проведенного анализа является то, что в машиностроительном комплексе складывается ситуация, при которой государство вынуждено практически в одиночку поддерживать спрос на отечественную машиностроительную продукцию и одновременно выступать основным инвестором машиностроительных производств. Не только государственные, но и частные банки готовы работать с предприятиями отрасли, но под воздействием приведенных ранее проблем, вынуждены принимать высокие риски, прежде всего высокую вероятность дефолта и дальнейшую потребность в рефинансировании.

## *§2. Источники финансирования деятельности предприятия на примере Группы ОАО «Объединенные машиностроительные заводы».*

В данном параграфе будут рассмотрены источники финансирования доступные предприятиям на примере Группы ОАО «Объединенные машиностроительные заводы». Из всех предприятий комплекса машиностроения Группа ОАО «Объединенные машиностроительные заводы» была выбрана случайным образом, тем не менее, Группой активно используется большинство источников финансирования и механизмов финансового рынка. Далее будет рассмотрен профиль деятельности компании, структура капитала и источники финансирования инвестиционной программы.

Группа ОАО «Объединенные машиностроительные заводы» (далее ОМЗ) была сформирована посредством объединения двух активов тяжелого машиностроения «Ижорские заводы» и «Уралмаш-заводы». В первой половине 90-х гг. «Ижорские заводы» были приватизированы, а контроль распылен между значительным числом портфельных инвесторов, преимущественно иностранными. В 1998г. «Уралмаш-завод» выкупил 17% акций «Ижорских заводов» и, обменяв акции собственной дополнительной эмиссии, сосредоточил 80% пакет акций «Ижорских заводов»[1].

С 2000 г. Группа проводит реструктуризацию бизнеса, совершен ряд успешных приобретений, происходит выделение части непрофильных активов, в том числе прокатного стана-5000, проданного ОАО «Северсталь».

ОМЗ является стратегическим предприятием атомного машиностроения. В соответствии с планами государства по консолидации активов атомной промышленности под своим контролем, в 2006 году контрольный пакет, более 75% акций ОМЗ, был выкуплен группой инвесторов, чьи интересы представлял «Газпромбанк» (Открытое Акционерное Общество) (далее ГПБ (ОАО)). Эксперты связывали смену собственника с масштабными планами Правительства Российской Федерации по развитию атомной энергетики, в связи с тем, что ОМЗ является единственным отечественным производителем корпусов ядерных реакторов[2]. На тот момент в состав Группы ОМЗ входила «Машиностроительная корпорация «Уралмаш» (далее МК «Уралмаш»), производящая оборудование для металлургии, горнодобывающей, нефтегазодобывающей промышленности и других отраслей. Соответственно, в общей концепции, МК «Уралмаш» становится непрофильным активом, на который не распространяются интересы нового собственника. Однако МК «Уралмаш» является стратегическим системообразующим предприятием,

[1]Дранкина Е. Паппэ Я. Как нацианализируют Россию: атомная промышленность. Коммерсант Деньги №37 (643) от 24.09.2007.
[2] Лемешко А. Шабашов Д. «Газпромбанк» пришел на ОМЗ. РБКdaily от 08.02.2006г.

поэтому пакет акций ОМЗ был передан ГПБ (ОАО) в 2010г. Сейчас акции предприятий концентрируются в ЗАО «ГПБ – Управление активами» и передаются в закрытые паевые инвестиционные фонды (ЗПИФы) ГПБ (ОАО). Таким образом, наряду с другими активами в ЗПИФ прямых инвестиций «ГПБ – Промышленные инвестиции» передается 60% пакет акций ЗАО «Форпост-менеджмент» (см. структуру акционеров ОМЗ далее), а в ЗПИФ акций «ГПБ – Машиностроение» 25,54% пакет акций ЗАО «Форпост-менеджмент» и 44% пакет акций МК «Уралмаш»[1].

Сегодня ОМЗ занимает позиции крупнейшей в России компании тяжелого машиностроения, специализирующейся на инжиниринге, производстве, продажах и сервисном обслуживании оборудования и машин для атомной энергетики, нефтегазохимической, горной промышленности, а также производстве спецсталей и предоставлении промышленных услуг[2]. ОМЗ – одна из самых диверсифицированных машиностроительных корпораций России. Компания является одним из европейских лидеров, обеспечивающих высокотехнологичным оборудованием ключевые отрасли экономики. Производственные площадки ОМЗ находятся в России (Ижорские заводы) и Чехии (Skoda JS, PILSEN STEEL).

Стоит отметить, что до смены собственника ОМЗ являлась одной из немногих российских компаний, которая предпринимала последовательные действия по улучшению собственного корпоративного имиджа. В 1998 г. она одной из первых выпустила ADR, в 2002 г. утвердила Кодекс корпоративного поведения и сформировала совет директоров, большинство в котором (4 места из 7) занимали независимые директора. Также ОМЗ прошло листинг на LSE в 2003г.

Деятельность ОМЗ сосредоточена на следующих направлениях:

– Оборудование для атомной энергетики (44% портфеля заказов);
– Инжиниринг и оборудование для нефтегазохимического комплекса;

[1] Интерфакс. Условно публичное машиностроение. 29 декабря 2009г. 17:07
[2] Новости ГПБ (ОАО)

– Продукция из специальных сталей (17% портфеля заказов);
– Горное оборудование.

В соответствии с направлениями деятельности структура активов Группы до 2010 года, когда в состав ОМЗ входила МК «Уралмаш», приведена в Приложении 7. После выхода МК «Уралмаш» из ОМЗ структура производственных активов выглядит следующим образом:

*Рис. 6. Структура производственных активов Группы ОМЗ (дополнительно см. Приложение 8).*

*Источник: данные компании.*

*Финансовое состояние*[1]*:*

Финансовое состояние ОМЗ может быть оценено как среднее, в связи со слабыми показателями генерируемого денежного потока, высокими финансовыми рисками и частыми изменениями в операционной стратегии, которые приводят к изменениям конфигурации бизнеса. Частично, влияние данных факторов компенсируется готовностью ГПБ (ОАО), как мажоритария, обеспечивать финансовую поддержку и лидирующие позиции ОМЗ[2]. В 2009 г. выручка ОМЗ сократилась на 26% по сравнению с 2008г., составив 867 млн. долл. США, вследствие экономического спада, который привел к сокращению объемов производства из-за продолжительного снижения спроса основных потребителей продукции. Однако ситуацию

[1] На основе данных консолидированной финансовой отчетности ОМЗ за 2009г.
[2] Обоснование кредитного рейтинга S&P от 20.05.2010г.

несколько стабилизирует государственный заказ ФГУП «Росэнергоатома» в сегменте оборудования для атомной промышленности. Также за 2009г. на 2% сократилась операционная маржа до 7%.

Структура капитала ОМЗ характеризуется высоким уровнем финансового рычага. В 2009г. ОМЗ удалось несколько сократить кредитный портфель за счет средств, полученных от продажи активов (44% пакет акций МК «Уралмаш»), тем не менее, показатель Debt/EBITDA составляет 5,6. В ближайшее время вряд ли стоит ожидать существенного снижения долговой нагрузки в связи с тем, что с планируемым увеличением доли заказов возрастет потребность в финансировании оборонного капитала и дальнейшая реализация программы модернизации производственных мощностей, отвлекает достаточную долю генерируемого свободного операционного денежного потока.

*Структура капитала:*

Переходя к источникам финансирования деятельности ОМЗ, начнем с рассмотрения структуры капитала Группы исходя из данных консолидированной финансовой отчетности (табл. 15). Внутренние источники финансирования составляют 41% в общей структуре капитала ОМЗ и представлены уставным капиталом (в таблице акционерный) и накопленным капиталом, который составляют резервный фонд, фонд хеджирования, накопленная амортизация и прочие источники. Внешние источники финансирования представлены только заемными средствами и составляют 59% в структуре капитала ОМЗ.

*Таблица 15*

*Структура капитала ОМЗ*

| Показатели консолидированной финансовой отчетности Группы за отчетный год, закончившийся 31.12.2009г. | тыс. долл. США | % к итогу |
|---|---|---|
| **Акционерный капитал** | **384** | **0,05%** |
| **Накопленный капитал** | **332 214** | **41%** |
| **Заемные средства** | **488 265** | **59%** |
| Краткосрочные кредиты и займы | 120 945 | **15%** |
| Долгосрочные кредиты и займы | 205 765 | **25%** |
| Обязательства по финансовой аренде | 59 163 | **7%** |
| Неконвертируемые облигации | 102 392 | **12%** |
| **Суммарный капитал** | **820 863** | **100%** |

*Источник: расчеты автора.*

Рассмотрим инструменты, используемые Группой для финансирования своей деятельности:

1. Акции[1].

На 22 декабря 2009 года в реестре ОМЗ было зарегистрировано около 4000 владельцев и номинальных держателей акций ОМЗ. Структура акционеров выглядит следующим образом: 75% акций принадлежит группе акционеров, чьи интересы представляет ГПБ (ОАО), 12% акций являются, так называемыми, казначейскими акциями и зарезервированы на проведение сделок по приобретению новых активов, а остальные 13% акций принадлежат институциональным и частным инвесторам[2].

В таблице 16 представлена информация об акционерах, владеющих более чем 1% голосующих акций Компании на 22 декабря 2009 года:

[1] Данные компании.
[2] Данные компании.

*Таблица 16*

*Состав акционеров ОМЗ на 22.12.2009*

| Организации | Доля обыкновенных акций (%) |
|---|---|
| ЗАО "Форпост-Менеджмент"[1] | **44,41** |
| ООО Инвестресурс | **19,73** |
| OMZ B.V. | **11,56** |
| Lindsell Enterprises Ltd. | **5,99** |
| ОАО "Атомэнергомаш" | **5,75** |
| Bank of New York | **5,08** |
| Bear Stearns Securities Corp. | **1,91** |
| **Всего** | **94,43** |

*Источник: данные компании.*

Акции ОМЗ обращаются внутри России на фондовой бирже РТС (котировальный лист А2) и ММВБ (внесписочные ценные бумаги), вне страны – в форме ADR на биржах Лондона, Берлина, Штутгарта, Мюнхена и на внебиржевом рынке США.

Рыночная капитализация 2, 52 млрд. руб. Общее количество размещенных обыкновенных акций составляет 35 480 тыс. шт., привилегированных — 2 750 тыс. шт. Номинал акций — 0,1 руб. В 1998 г. было зарегистрировано размещение депозитарных расписок. В январе 2001 г. осуществлена реализация спонсированной программы ADR 1-го уровня. Это способствовало резкому росту ликвидности акций и открыло для ОМЗ, помимо европейских фондовых рынков, внебиржевой рынок США. В 2003г. начались торги депозитарными расписками ОМЗ на Лондонской фондовой бирже (LSE). Данный шаг расценивался компанией как обеспечивающий высокий уровень прозрачности для инвесторов и партнеров, а также позволяющий сделать акции более ликвидными[2]. В

[1] В феврале 2009г. Газпромбанк стал акционером ЗАО «Форпост-менеджмент» с долей в 85% уставного капитала. Средства, полученные ЗАО «Форпост-менеджмент» направлены на реализацию инвестиционных проектов в отраслях атомного, тяжелого и нефтегазохимического машиностроения, в том числе, на программы модернизации производственных мощностей. (Новости ГПБ (ОАО))

[2] Серегин В. ОМЗ борется за ликвидность. РБКdaily от 01.10.2003г.

настоящий момент торги на российских фондовых биржах проходят с хорошими оборотами: в ренкинге лидеров по обороту ОМЗ занимает 34 позицию на ФБ РТС и 159 позицию на ФБ ММВБ[1].

*Таблица 17*

*Обороты акций ОМЗ на российских фондовых биржах*

| Оборот | 27.05.2010 | 1 день | 1 мес. | 6 мес. | 1 год | 2 года | 5 лет |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| РТС (тыс. USD) | -- | -- | 14,23 | 3 077,90 | 4 138,15 | 6 550,83 | 25 979,38 |
| ММВБ (млн. руб.) | 0,04 | 1,00 | 10,69 | 160,19 | 308,57 | 361,50 | 1 388,00 |

*Источник: http://stocks.investfunds.ru/stocks/*

По состоянию на 12 мая 2009 г. в форме депозитарных расписок находится около 4,45% общего количества акций общества.

2. Облигации[2].

ОМЗ выпустило шесть облигационных займов с целью финансирования оборотных средств компании в форме документарных процентных облигаций на предъявителя, размещаемых путем открытой подписки.

В июне 2008 года на ФБ ММВБ состоялось размещение 6-го выпуска облигаций ОАО ОМЗ номинальным объемом 1,6 млрд. рублей. По результатам конкурса ставка первого купона по облигациям была установлена эмитентом в размере 10,25% годовых. Процентная ставка по 2-3 купонам равна ставке по первому купону. 26.11.2009 г. эмитентом была определена ставка 4-7 купонов в размере 13% годовых с двухлетней офертой 08.12.2011г. Ставки 8-10 купонов определяются эмитентом. Срок обращения облигаций – 5 лет. Продолжительность купонного периода – 182 дня. Организатором и андеррайтером выпуска является ГПБ (ОАО). Дополнительное обеспечение по выпуску в форме безотзывной оферты предоставлено дочерней компанией эмитента ООО «ОМЗ-Спецсталь».

[1] http://stocks.investfunds.ru/stocks/
[2] Данные компании

Привлеченные в ходе размещения средства направлены на реструктуризацию существующего кредитного портфеля Группы, модернизацию и расширение производственных мощностей предприятий Группы ОМЗ в рамках инвестиционной программы.

*Таблица 18*

*Облигационные займы ОМЗ*

| | Объем эмиссии | Статус | Дата начала-окончания размещения | Дата погашения |
|---|---|---|---|---|
| 6 выпуск | 1 600 млн. руб. | в обращении | 06.06.2008 | 31.05.2013 |
| 5 выпуск | 1 500 млн. руб. | в обращении | 05.09.2006 | 30.08.2011 |
| 4 выпуск | 900 млн. руб. | погашен | 06.03.2003 | 26.02.2009 |
| CLN | 30 млн. долл. США | погашен | 15.11.2002 | 15.11.2004 |
| 3 выпуск | 390 млн. руб. | погашен | 04.10.2001 | 22.03.2004 |
| 2 выпуск | 390 млн. руб. | погашен | 06.09.2001 | 23.02.2004 |
| 1 выпуск | 280 млн. руб. | погашен | 20.04.2001 | 02.04.2003 |

3. Кредитные ресурсы.

Кредитные ресурсы в структуре капитала ОМЗ составляют 327 млн. долл. США или 40% суммарного капитала. Кредитные ресурсы представлены краткосрочными (121 млн. долл. США) и долгосрочными кредитами и займами (206 млн. долл. США). В структуре заемных источников финансирования кредитные ресурсы составляют 67%, а в общей структуре капитала – 40%. Долгосрочное финансирование представлено банковскими кредитами, краткосрочное – займы организаций, 40% кредитного портфеля приходится на ГПБ (ОАО).

Данный перечень источников финансирования деятельности ОМЗ был рассмотрен без привязки к конкретным стратегиям, так как в следующем

разделе, инвестиционная программа ОМЗ, мы рассмотрим источники и механизмы финансирования в разрезе целей инвестиционной программы.

## Инвестиционная программа ОМЗ

Инвестиционная программа ОМЗ реализуется по трем основным направлениям, а именно развитие новых направлений деятельности, поддержание текущих производственных мощностей и снижение себестоимости продукции. В рамках данных направлений ОМЗ разработана комплексная программа модернизации производственных мощностей, в соответствии с которой вводятся новые и модернизируются существующие производственные мощности в машиностроительных подразделениях и в комплексе по производству специальных сталей.

Большое внимание Группой уделяется решению проблем в области социальной поддержки и мотивации персонала. Благодаря социально ориентированной политики компании в 2008 году наметилась тенденция к возвращению на заводы ОМЗ высококвалифицированных специалистов, покинувших его в период стагнации атомной отрасли[1].

Существенную поддержку ОМЗ в реализации программы модернизации оказывает его мажоритарий ГПБ (ОАО). Банком было профинансировано строительство металлургического комплекса ДСП 120 на базе предприятия «ОМЗ-Спецсталь», а также модернизация других предприятий ОМЗ и, до недавнего времени подконтрольной ОМЗ, МК «Уралмаш». Создан специальный фонд поддержки системы профобразования и социальных программ предприятий отрасли. Финансирование текущей финансово-хозяйственной деятельности ОМЗ обеспечивает устойчивую загрузку и ритмичность работы предприятий, создающую основу для наращивания объемов производства и поддержания серийности выпуска продукции, улучшения ее качества при одновременном снижении себестоимости работ.

*Итак, рассмотрим некоторые инвестиционные проекты Группы.*

[1] Новости ГПБ (ОАО) от 10.04.2009г.

В июне 2009г. при финансовой и организационной поддержке ГПБ (ОАО) ОМЗ завершило работы по сооружению сверхмощного сталеплавильного комплекса последнего поколения ДСП-120, производительностью более 250 тыс. тонн специальных сталей в год в полном соответствии с объявленным ранее графиком.

Целью проекта является обеспечение модернизации и реконструкции производства для безусловного выполнения Программы деятельности Государственной корпорации по атомной энергии «Росатом» на долгосрочный период, Программы развития химической и нефтехимической промышленности РФ, Энергетической стратегии РФ и Генеральной схемы размещения объектов электроэнергетики[1], в соответствии с которой требуется увеличить ввод атомных энергоблоков с 2-х до 4-х в год.

Проект также позволяет значительно расширить производственно-технологические возможности по изготовлению реакторов и другого оборудования для глубокой переработки нефти и газа в интересах стратегических партнеров ОМЗ: «Нафтан», «Татнефть», «Лукойл», «Сургутнефтегаз», «Газпром», «Роснефть», «НОВАТЭК» и других нефтегазовых компаний. Ввод сталеплавильного комплекса позволил наладить выпуск уникальных кузнечных слитков массой до 600 т., что разрушило монополию зарубежных производителей по изготовлению роторов для тихоходных турбин и генераторов.

Столь крупный проект реализован в рамках стратегии Группы ОМЗ, направленной на создание самого передового в России комплекса машиностроительных мощностей на базе собственной современной металлургии для изготовления длинноциклового оборудования для атомной, нефтегазовой, горнодобывающей, энергетической, судостроительной и других отраслей. Запуск сталеплавильного комплекса ДСП-120 проходил в ходе визита на предприятие премьер-министра Российской Федерации Владимира Путина.

---

[1] Новости ГПБ (ОАО) от 2.07.2009г.

Председатель Совета директоров ОАО ОМЗ Фарид Канцеров заявил: «Ввод в строй сверхмощного сталеплавильного комплекса является свидетельством последовательной реализации стратегии Газпромбанка по превращению Группы ОМЗ в самую современную и эффективную машиностроительную корпорацию России. Это событие без всякого преувеличения является знаковым и для всей машиностроительной отрасли страны, поскольку на практике подтверждает нашу высокую готовность успешно участвовать в реализации планов по развитию отечественной атомной энергетики, а также достойно конкурировать с ведущими западными компаниями на зарубежных рынках».

Финансирование проекта общей стоимостью 5 млрд. руб.[1] осуществлялось через кредитные линии ГПБ (ОАО) на принципах проектного финансирования с участием экспортно-кредитного агентства в части поставок основного оборудования печи компанией SMS Demag AG (Германия).

В апреле 2009г. на предприятии «ОМЗ-Литейное производство» был завершен первый этап модернизации литейного производства. Суммарная стоимость проекта – более 45 млн. руб. Поставку нового оборудования общей стоимостью 925 тыс. евро осуществляли немецкие компании Neuhof Giesserei-und Fordertechnik GmbH и Dantherm Filtration GmbH[2].

На предприятии установлена новая установка выбивки форм и регенерации песка, что позволяет возвращать в производство более 40% образовавшихся отходов в виде регенерированного формовочного песка вместо приобретаемого ранее свежего. В результате модернизации полностью изменены технологии изготовления мелких и средних литейных форм для отливок весом от 300 кг до 3-5 тонн, вся номенклатура среднего и

[1] Тематические новости металлургии. На Ижорских заводах запущена печь ДСП-120. от 03.07.2009г. www.metalinfo.ru
[2] Новости ОМЗ от 28.04.2009г.

мелкого литья переведена на стопроцентное использование современных формовочных смесей на основе синтетических смол[1].

Особый интерес в данной работе представляет инвестиционная программа ОАО «Ижорские заводы». В рамках атомной стратегии Правительства Российской Федерации модернизация производственных мощностей завода производится с целью увеличения выпуска комплектов реакторного оборудования для атомных станций с двух до четырех ежегодно. Однако требуемые для дальнейшей реализации инвестиционных проектов ресурсы не могут быть профинансированы за счет дальнейшего увеличения заемного капитала. Финансовое состояние предприятия может быть охарактеризовано как стабильное с высоким уровнем финансового рычага. По состоянию на первое полугодие 2009г. долговая нагрузка составляет 7, 4 млрд. руб., операционная прибыль 790 млн. руб.[2] В связи с чем, в декабре 2009г. Собранием Акционеров было принято решение об увеличении уставного капитала в форме дополнительной эмиссии обыкновенных акций по закрытой подписке в количестве 560 тыс. шт. номинальной стоимостью 400 руб. каждая. Бумаги размещаются по закрытой подписке в пользу ЗАО "ГПБ-Управление активами", которое управляет ЗПИФом "ГПБ-Машиностроение". Акции номинальной стоимостью 400 руб. будут размещаться по цене 3 тыс. 204 руб.[3] Таким образом, «Ижорские заводы» привлекает в свой капитал 1 794 млн. руб. (60 млн. долл. США, или 70% всей капитализации ОМЗ[4]), что является важным позитивным моментом не только для устойчивости «Ижорские заводы», но и для оценки самой ОМЗ.

До проведения дополнительной эмиссии обыкновенных акций ОМЗ принадлежало 11,76% акций, 63% находилось в номинальном держании (без

---

[1] Бычина И. Омз модернизировала литье. Газета «Коммерсант-СПБ» №76 (4131) от 28.04.2009г.
[2] Ижорские заводы проведут допэмиссию. Газета «Коммерсантъ-СПБ» №206 (4261) от 05.11.2009г.
[3] Совет директоров ОАО "Ижорские заводы" утвердил размещение 560 тыс. акций допэмиссии по цене 3,2 тыс. руб. Лента фондовых новостей. РБК 03.02.2010 10:04.
[4] 2,54 млрд. руб. Источник: http://stocks.investfunds.ru/stocks/143

раскрытия структуры акционеров)[1]. Поскольку дополнительная эмиссия составляет 35% нового уставного капитала, то возникают закономерные сомнения касательно сохранения за ОМЗ титула контролирующего акционера.

Также интересно рассмотреть еще один проект группы, а именно совместное предприятие ЗАО «Машиностроительная корпорация «Уралмаш» созданное в июле 2007г. на паритетных условиях с УК «Металлоинвест» на базе ОАО «Уральский завод тяжелого машиностроения» (далее Уралмашзавод), ОРМЕТО-ЮУМЗ и ряда инжиниринговых компаний[2]. Консолидация данных активов проводилась для усиления позиций предприятий в своей нише. Однако в последнее время предприятия фактически работают отдельно, не пересекаясь технологически и выпуская разную продукцию. Причем Уралмашзавод делает ставку на буровое оборудование для нефтесервиса, а ОРМЕТО – на грузоподъемные механизмы. По результатам 2009г. убыток МК «Уралмаш» составляет 38 млн. долл. США. Более того, находясь под общим управлением представителей Металлоинвеста Уралмашзавод на начало 2009г. остался практически без заказов, а рабочих приходилось отправлять в вынужденные отпуска. Аналитики утверждают, что проблемы с достижением запланированной синергии появились в связи с неспособностью собственников выработать единую стратегию управления активами. Как показывает практика, примеров успешной интеграции предприятий сторонними собственниками практически нет.

В первой половине 2010г. пакет акций ОМЗ был передан ГПБ (ОАО). После пресс-служба ГПБ заявила, что стороны намерены развивать два основных производственных актива МК «Уралмаш» (Уралмашзавод и ОРМЕТО-ЮУМЗ) вне рамок совместного предприятия, сосредоточившись на

[1] http://www.offerings.ru/review/comments/comments_719.html
[2] ОМЗ оплатили свою долю в СП с «Металлоинвестом». Газета «Коммерсантъ» №180 (3756) от 03.10.2007

реализации самостоятельных инвестиционных программ и углублении сложившейся специализации заводов, реализовывая при этом дальнейшую кооперацию предприятий[1].

Позиция ГПБ (ОАО) в данной ситуации понятна и оправдана. 100% кредитного портфеля Уралмашзавода финансируется ГПБ, причем просрочки по погашению основного долга и процентных платежей в 2009г. уже допускались. ГПБ (ОАО) максимально содействует развитию и возрождению тяжелого машиностроения в России, и заинтересован в обеспечении непрерывного производственного процесса для генерации достаточных объемов денежного потока предприятия. Банк содействует наращиванию портфеля заказов Уралмашзавода, а также предоставляет опережающее финансирование под заказы предприятия на принципах контрактного финансирования.

Итак, совокупный объем инвестиционной программы Группы предприятий ОМЗ на 2010г. составит не менее 166 млн. долл. США, как заявил на встрече с Председателем Правления ГПБ (ОАО) Андреем Акимовым Генеральный Директор ОМЗ Виктор Даниленко. Инвестиционная программа ОМЗ последовательно проводится при финансовой и организационной поддержке ГПБ (ОАО) с 2006г. За это время Группе удалось достичь значительных результатов в области реконструкции и модернизации производственных мощностей, проведении НИОКР и успешном внедрении их в производственный процесс. Конечно же, решающую роль играет мажоритарий ОМЗ – ГПБ (ОАО). Банк оказывает значительную поддержку Группе в финансировании как капитальных затрат, так и текущей финансово-хозяйственной деятельности. Финансовое состояние Группы, характеризующееся высоким уровнем финансового рычага, существенно ограничивает гибкость в дополнительном привлечении

[1] Антонов С. Беликов Д. Охлопков А. Корпорация «Уралмаш» разъехалась. Коммерсантъ (Екатеринбург) №62 (4360) от 09.04.2010.

заемных источников финансирования (Debt/EBITDA – 5,6; текущее обслуживание долга составляет 50% генерируемого операционного денежного потока), в связи с чем, некоторые предприятия Группы начинают привлекать акционерный капитал.

Таким образом, рассмотренный пример продемонстрировал, что для финансирования деятельности предприятия выбирают наиболее удобные и доступные для них источники, не стремясь к определенным уровням каких-либо показателей или оптимальной структуре капитала.

Мажоритарием ОМЗ является Газпромбанк, поэтому предприятие максимально использует финансовую поддержку главного акционера: предоставление кредитных ресурсов для реализации инвестиционных проектов, предоставление опережающего финансирования в рамках производственных контрактов, покупка пакетов Группы при выделении непрофильных активов, организация и андеррайтинг облигационных займов – далеко не полный перечень поддержки оказываемой ОМЗ Банком. Стоит отметить что именно готовность ГПБ (ОАО) при необходимости предоставить предприятиям Группы требуемое финансирование позволяет сохранять ОМЗ кредитный рейтинг «B-» (спекулятивный) прогноз Стабильны и «ruBBB» (инвестиционный) по национальной шкале.

## Заключение.

В данной работе были исследованы вопросы мобилизации финансовых ресурсов на рынке капитала для финансирования инвестиционных программ российских промышленных предприятий. Промежуточные выводы в каждой главе не были сделаны намеренно, так как невозможно изолировать рассматрение влияния ситуации в российской промышленности, стратегию менеджмента в области структуры капитала и источники финансирования инвестиционной программы.

В качестве основных направлений инвестиционной программы были рассмотрены капитальные вложения и сделки по приобретению бизнеса либо активов.

***Финансирование капитальных вложений*** предприятий промышленности осуществляется, преимущественно, за счет собственных средств (в среднем до 60-65%) без явных тенденций в сторону снижения их доли в общем объеме финансирования. Это не удивительно, так как предприятия промышленности (за исключением ТЭК) отличаются достаточно слабым финансовым положением, низкой рентабельностью производства и сильным сокращением объемов производства в кризисные годы, что негативно сказывается на возможности привлечения внешних инвестиций на долгосрочной основе. Тем не менее, требуется все больше инвестиций в основной капитал для поддержания приемлемого уровня рентабельности, соответственно, для этого необходимо повышение конкурентоспособности продукции как на внутреннем, так и на внешнем рынке. А это напрямую связано с модернизацией и техническим перевооружением производств с высоким уровнем физического и морального износа. Таким образом, финансирование вложений в основной капитал преимущественно за счет собственных средств является не прихотью менеджмента, а острой необходимостью, продиктованной низкой возможностью привлечения инвестиций на долгосрочной основе некоторыми предприятиями.

Однако в российской промышленности также велика доля предприятий (в особенности ТЭК) обладающих значительными свободными денежными потоками, в связи с чем они могут быть безболезненно перенаправлены на финансирование капитальных вложений.

Отдельно стоит остановиться на отрасли энергетики, в которою пришли значительные иностранные инвестиции. Западный менеджмент более склонен к использованию внешних источников финансирования, в связи с чем статистика показывает существенно меньшую долю собственных средств в общем объеме финансирования капитальных вложений в этом секторе.

Если компания сталкивается с дефицитом внутренних источников, ей приходится рассматривать внешние источники финансирования. Здесь приоритет отдается долговым источникам согласно модели иерархий, подтвердившей свою дееспособность в ряде эмпирических исследований. Долговые источники финансирования представлены традиционными кредитными ресурсами и обязательствами в виде облигационных займов. Для финансирования капитальных вложений кредитные ресурсы являются наиболее оптимальными из заемных источников. Во-первых, это связано с тем, что параметры займа будут известны и фиксированы уже на первых этапах обработки проекта, в отличие от облигаций, где многие параметры окончательно понятны только на этапе андеррайтинга. Во-вторых, привлеченные средства от выпуска долговых инструментов поступают на баланс заемщика единовременно и, в случае несовпадения со сроками оплаты капитальных затрат, должны быть размещены под процент, возможно меньший, чем стоимость привлечения. Кредит более приспособлен под потребности реализации инвестиционного проекта: существует возможность открытия кредитной линии заемщиком не в фиксированный срок а, к примеру, в течение трех месяцев после подписания кредитной документации (в этом случае банк устанавливает комиссию за резервирование кредитных средств – commitment fee), сроки отдельных траншей также обговариваются.

Главным преимуществом кредитов является то, что в случае ухудшения финансового состояния заемщика либо некоторых параметров проекта, переговоры с банком не являются публичными и могут не оказать влияния на отзывы аналитиков о компании, в отличие от переговоров с держателями облигаций. Стоит также отметить, что рынок облигаций для целей финансирования инвестиционных проектов в России уже рынка банковского долга, хотя в США рынок облигаций для финансирования инвестиционных проектов достаточно развит.

После долговых источников финансирования компания обращается к выпуску долевых инструментов. Для финансирования капитальных вложений акции, как и облигации, имеют схожие недостатки. Как утверждают практикующие специалисты большинство выпусков облигаций и акций идут на поддержание оборотных средств и реструктуризацию долга, а не финансирование капитальных вложений. Если же компания все-таки выбирает эмиссию акций для финансирования инвестиционного проекта, то ей стоит эмитировать акции, когда они переоценены рынком, чтобы не допустить разводнения истинной стоимости уже обращающихся акций.

Таким образом, финансирование капитальных вложений осуществляется за счет собственных средств, когда компания сталкивается с их дефицитом, прибегает к кредитным источникам финансирования и далее эмитирует долговые ценные бумаги, пока это не наносит удар финансовой безопасности, затем долевые, в момент когда они переоценены рынком на волне оптимизма. Решающим фактором смещения приоритетов в выборе источников финансирования является финансовая гибкость и сохранение кредитных рейтингов компании.

Второе направление реализации инвестиционной программы – приобретение активов или бизнеса. При выборе формы финансирования ***сделок по приобретению бизнеса либо активов*** ключевым фактором будет являться эффективность управления стоимостью, создаваемой в ходе слияния.

Вероятность получения прогнозируемой синергии или величина риска синергии определяет предпочтительный способ финансирования сделки для покупателя. Если покупатель уверен в потенциале сделки слияния, то ее стоит профинансировать полностью денежными средствами (собственными либо заемными), что позволит акционерам полностью получить экономические выгоды от синергии объединения. В случае неуверенности в полной реализации эффекта синергии по сделке, у менеджмента компании-покупателя возникает мотивация частично застраховать риск синергии предложением об обмене акциями. Данная стратегия размывает долю участия в получаемых экономических выгодах, но ограничивает участие в убытках.

Если покупатель уверен, что его акции недооценены рынком, то решение о дополнительном выпуске, в целях финансирования сделки, может пагубно сказаться на текущих котировках и, следовательно, благосостоянии акционеров. В случае же переоценки акций покупателя рынком, имеет смысл воспользоваться обменом акций. В этом случае принципиальным является, чтобы акции продавца не были более переоцененными, чем акции покупателя, иначе должно быть принято решении о финансировании сделки за счет денежных средств.

Последние исследования подтверждают тот факт, что рынок позитивнее реагирует на сделки M&A финансируемые денежными средствами. Обмен акциями воспринимается рынком как неуверенность менеджмента в целесообразности планируемой сделки и переоцененность акций компании-покупателя относительно объекта покупки.

Основополагающий момент в выборе источников финансирования сделок по приобретению бизнеса либо активов – превышение нормой прибыли, прогнозируемой после слияния, стоимости капитала, использованного на реализацию сделки. Соответственно, со снижением стоимости привлеченного капитала увеличивается потенциал его использования.

Данные принципы абсолютно справедливы не только для российской промышленности, но и для общемировой практики. Однако, как было сказано в Главе 3 на примере отрасли машиностроения, из-за всего комплекса проблем, как на микро, так и на макро-уровне, предприятиям крайне тяжело привлекать финансирование даже на краткосрочной основе для финансирования финансово-хозяйственной деятельности, не говоря уже о комплексных программах модернизации производства. Таким образом, Правительству Российской Федерации приходится заниматься не только восстановлением спроса на продукцию отечественных машиностроителей, но и помогать в реализации инвестиционной программы. В большинстве случаев стратегические предприятия отрасли попадают под контроль государства путем вхождения в уставные капиталы государственных банков либо предприятий подконтрольных государству.

Изначально попытки государства вмешиваться в частный сектор сопровождались падением котировок и негативной реакцией рынка. Однако, финансовая политика, проводимая частным сектором на стратегических предприятиях промышленности, поставила часть из них на грань дефолта, из-за неспособности обслуживать долговые обязательства в условиях нестабильности на финансовых рынках. И без того низкая рентабельность производства дополнительно сокращалась из-за отсутствия «дешевых» денег, а временное и качественное несоответствие сроков погашения кредитов с фактической окупаемостью финансируемых проектов, подкрепленное сокращением портфеля заказов, лишь усугубляло ситуацию. К 2009 году многие предприятия стали обращаться за помощью к государству, и теперь это не вызывало столь негативную реакцию рынка, а напротив поднимало котировки.

Соответственно в данных экономических условиях предприятия машиностроительного комплекса в выборе источников финансирования инвестиционных программ в первую очередь ориентируются на доступность этих источников и стратегические интересы собственников. Основной тенденцией 2009 года стали попытки большинства предприятий найти

стратегического инвестора, если подобная стратегия не приносила результата, обращались к рассмотрению механизмов IPO либо дополнительной эмиссии. Для финансирования текущей финансово-хозяйственной деятельности предприятия обратились к выпуску биржевых облигаций. Таким образом, полностью подтверждаются предыдущие выводы – как только предприятие осваивает предельные объемы кредитных ресурсов, оно обращается к рыночным механизмам финансирования своей деятельности: сначала облигации затем акции. Причем, в силу факторов, влияющих на российские предприятия промышленности, привлечение средств через акции изначально происходит путем продажи стратегическому инвестору – чаще государственному либо квази-государственным компаниям / банкам.

## *Список использованной литературы.*


**Нормативные акты:**

1. Федеральный закон №39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25.02.1999г.
2. Федеральный закон №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996
3. Федеральный закон №208-ФЗ «Об акционерных обществах» от 26.12.1995
4. Приказ ФСФР РФ от 25.11.207 №07-4/пз-н «об утверждении стандартов эмиссии эмиссионных ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг»
5. Положение Банка России от 26.03.2004 г. № 254-П «О порядке формирования кредитными организациями резервов на возможные потери по ссудам, ссудной и приравненной к ней задолженности»
6. Концепция формирования Государственной комплексной программы развития машиностроения России. Раздел 2

**Монографии и коллективные научные труды:**

1. Англо-русский толковый словарь по финансовым рынкам. Свыше 13000 терминов / Я.М. Миркин, В.Я. Миркин. – 2-е изд., доп. И перераб. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008.
2. Аньшин В.М. Инвестиционный анализ: Учеб.-практ. Пособие. – М.:Дело, 2000.
3. Балашов В.Г., Ириков В.А., Иванова С.И., Марголит Г.Р. IPO и соимость российских компаний: мода и реалии. – М.: Издательство «Дело» АНХ, 2008.
4. Берг С. Настольная книга финансового директора / Стивен Берг; Пер. с англ. – 5-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008.

5. Бригхем Ю., Гапенски Л., Финансовый менеджмент: Полный Курс – В 2-х т. / Пер. с англ. Под ред. В.В.Ковалева. – СПб.: Экономическая школа, 1997 Т1.
6. Валинурова Л.С. Управление инвестиционной деятельностью: учебник / Л.С. Валинурова, О.Б. Казакова. – М.: КНОРУС, 2005.
7. Гашков А.М. Дипломная работа. Повышение эффективности структурирования сделок слияний и поглощений: теория и российская практика. Науч.рук. Андрианова Л.Н. Москва. 2007.
8. Гурков И.Б. Стратегия и структура корпрации: учеб. Пособие. – 2-е изд. Перераб. – М.: Издательство «Дело» АНХ, 2008.
9. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов/Асват Дамодаран; Пер. с англ. – 5-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008.
10. Катасонов В.Ю., Морозов В.С., Петров М.В. Проектное финансирование: мировой опыт и перспективы для России. – М.: АНКИЛ, 2001
11. Кашина Т.В., Сударькова Е.А., Акционерное право. Практический курс. – М.: Издательская группа ИНФРА-М – НОРМА.
12. Котюженская А.В. Диссертация. Формирование капитала средних и малых компаний на основе инструментов фондового рынка. Научный руководитель – Безсмертная Е.Р. Москва. 2009.
13. Лимитовский М.А. Инвестиционные проекты и реальные опционы на развивающихся рынках: учеб.-практич. Пособие. – 4-е изд., перераб. И доп. – М.: «Издательство Юрайт», 2008.
14. Мельников А.В., Попова Н.В., Скорнякова В.С. Математические методы финансового анализа. – М.: «Анкил», 2006.
15. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002.

16. П.Гохан. Слияния, поглащения и реструктуризация бизнеса. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004
17. Потатуев В.М. Развитие малых инновационных предприятий с привлечением венчурного капитала: диссертация кандидата экономических наук: 08.00.05. Москва 2007. 137 с. Ил.
18. Принципы проектного финансирования / Э.Р. Йескомб ; пер. с англ. И.В. Василевской / Под общ. Ред. Д.А. Рябых. – Москва: Вершина, 2008.
19. Ричард Брейли, Стюарт Майерс. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997.
20. Ричард Хиггинс Отношения с инвесторами:передовой опыт. Пути создания акционерной стоимости; пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.
21. Рудык Н.Б. Структура капитала корпорации: теория и практика. – М.: Дело, 2004.
22. С.Росс и др. Основы корпоративных финансов / Пер. с англ. – М.: Лаборатория базовых знаний, 2000.
23. У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли Инвестиции: Университетский учедник; пер. с англ. – М.: Инфра-М, 2001.
24. Управление финансами: бизнес курс MBA: [учебник] / под ред.Джона Лесли Ливингстона и Теодора Гроссмана; [пер. с англ. Н.Е.Русановай] – 2-е изд., - Москва: Омега – Л, 2007.
25. Ф.Эванс, Д.Бишоп. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004
26. Шеремет А.Д., Ионова А.Ф. Финансы предприятий: менеджмент и анализ: Учеб. Пособие. – 2-е изд., испр. и доп.- М.: ИНФРА-М, 2006.
27. Я.М.Миркин, С.В. Лосев, Б.Б. Рубцов, И.В. Добашина, З.А. Воробьева. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.

**Статьи из периодических изданий:**


1. IR для компаний малой и средней капитализации. РЦБ № 10 (361) 2008. Компания эмитент
2. И. Рубанов, Д. Сиваков. Заявка на большую дружбу. Эксперт №14 (700) 12.11.2010
3. Форум CFIN.RU » Структура капитала
4. «Северсталь» привлекла кредит на покупку PBS Coals РЦБ 24.09.08
5. «Сибирьтелеком» попробует занять на рынке несмотря на кризис. РЦБ 2.10.2008
6. А. Виньков, Д. Сиваков В. Лебедев. Денег не жалеть! Эксперт №11 (697)/22 марта 2010
7. А. Виньков, Д. Сиваков, А. Хазбиев Здесь меряются скоростью зарабатывания денег. Эксперт №38 (675) 5.10.2009
8. А. Виньков, Д. Сиваков. Дайте побурить. Эксперт №47 (684) 7.12.2009
9. Антонов С. Беликов Д. Охлопков А. Корпорация «Уралмаш» разъехалась. Коммерсантъ (Екатеринбург) №62 (4360) от 09.04.2010.
10. Быков П. Ловушка совершенной конкуренции. Эксперт №2 (688) 18-24 января 2010г.
11. Бычина И. Омз модернизировала литье. Газета «Коммерсант-СПБ» №76 (4131) от 28.04.2009г.
12. Вопросы приобретения заемщиками своей задолженности в условиях кризиса. РЦБ июнь 2009
13. Время непонятных размещений на долговом рынке прошло. РЦБ январь 2010
14. Гурова Т. Полунин Ю. Одержимым достанется. Эксперт №2 (688) 18-24 января 2010г.
15. Д. Сиваков, В. Лебедев. Доменная революция. Эксперт №29 (667) 27.08.2009
16. Д. Сиваков. Больше Alcoa, дороже Chinalco. Эксперт №4 (690) 01.02.2010

17. Долговой рынок России в 2005г.: насыщение или продолжение роста? РЦБ февраль 2005.
18. Дранкина Е. Паппэ Я. Как нацианализируют Россию: атомная промышленность. Коммерсантъ-Деньги №37 (643) от 24.09.2007г.
19. Дэвид Боуи почти спекулянт: рейтинг его облигаций снижен до Baa3. 25.03.2004. http://loans.cbonds.info/pages/LENSPECSMU/news/14497
20. Журавлев С. Как банки, ЦБ и заемщики проводят кредитные каникулы. Эксперт Online 22 февраля 2010
21. Журавлев С. Фобии не сбылись. Эксперт №2 (688) 18-24 января 2010г.
22. Журкалин А.К. Проектное финансирование как эффективная форма международного кредитования. Финансовый менеджмент №2 2003.
23. Задолженность частных компаний может привести Россию к дефолту. РЦБ 24.12.08
24. И все-таки она продается. РБК Daily от 24.03.2010г.
25. Имамутдинов И. Фадеев В. Снять поталогию с системы. Эксперт №2 (688) 18-24 января 2010г.
26. Интерфакс. Условно публичное машиностроение. 29 декабря 2009г. 17:07
27. Ижорские заводы проведут допэмиссию. Газета «Коммерсантъ-СПБ» №206 (4261) от 05.11.2009г.
28. Интервью с генеральным директором компании "Альт-Инвест" Д. Рябых Российские реалии рынка проектного финансирования. РЦБ Январь 2008
29. Кокшаров А. Расчистить завалы. Эксперт №2 (688) 18-24 января 2010г.
30. Краснова В. Истина – в человеко-часах. Эксперт №2 (688) 18-24 января 2010г.
31. Лемешко А. Шабашов Д. «Газпромбанк» пришел на ОМЗ. РБКdaily от 08.02.2006г.
32. Портал машиностроения: Машиностроение России должно двигаться вперед и только по инновационному пути развития! www.mashportal.ru

33. Медовников Д. Оганесян Т. Розмирович С. Эксперт №2 (688) 18-24 января 2010г.
34. Микшес А. Технология участия. Приложение к Газете «Коммерсантъ» №201 (4018) от 06.11.2008
35. Мечел договорился о продлении бридж кредита. РЦБ 26.05.09
36. Ожившие капиталы. Эксперт Online 10 марта 2010
37. Обоснование кредитного рейтинга S&P от 20.05.2010г.
38. ОМЗ оплатили свою долю в СП с «Металлоинвестом». Газета «Коммерсантъ» №180 (3756) от 03.10.2007
39. Пора прыгнуть выше потолка. Эксперт Online
40. Проектное финансирование и ГЧП. Линия правды совместно с Группой РЦБ. Ноябрь 2009г.
41. Работа над фиксированными инструментами. РЦБ март 2005
42. Рубан О. Обработают всех. эксперт Online 5 апреля 2010-05-13
43. Рубанов И. Сиваков Д. Первым быть на горизонте. Эксперт №2 (688) 18-24 января 2010г.
44. Рынок облигаций останется стабильным. РЦБ 13 ноября 2009
45. Рыночные долговые инструмента ОАО «Газпром». РЦБ октябрь 2005
46. Совет директоров ОАО "Ижорские заводы" утвердил размещение 560 тыс. акций допэмиссии по цене 3,2 тыс. руб. Лента фондовых новостей. РБК 03.02.2010 10:04
47. Страховка от кризиса. РЦБ февраль 2010
48. Серегин В. ОМЗ борется за ликвидность. РБКdaily от 01.10.2003г.
49. структурный инструмент для инфраструктурных продуктов. РЦБ 9.12.08.
50. Счет в классовой битве – 1:0 не в пользу капитала. Эксперт Online 8 марта 2010
51. Тальская М. Праздник на улице эмитентов. Эксперт №10 (696) 15.03.2010.
52. Тематические новости металлургии. На Ижорских заводах запущена печь ДСП-120. от 03.07.2009г. www.metalinfo.ru

53. Управление публичным долгом: международный опыт и российская действительность. РЦБ июнь 2009.
54. Финансирование строительных компаний: поиск альтернативных источников. РЦБ май 2007.
55. Фокин В. Размещайтесь поудобнее. РБК №3/2010.

**Интернет и прочие информационные ресурсы:**

1. http://правительство.рф – официальный сайт Правительства Российской Федерации;
2. www.economy.gov.ru – официальный сайт Министерства экономического развития Российской Федерации;
3. www.cbr.ru – официальный сайт Центрального Банка России;
4. www.gks.ru – официальный сайт Федеральной службы государственной статистики;
5. http://www.cbonds.info/ru/rus/ - информационное агентство;
6. http://stocks.investfunds.ru/stocks/ - биржевая информация
7. http://www.gazprombank.ru/ – официальный сайт ГПБ (ОАО);
8. www.pwc.com/ru/ru – официальный сайт компании PriceWaterhouse Coopers;
9. www.mckinsey.com – официальный сайт компании McKinsey (разделы Publications и Research Topics);
10. www.ma-journal.ru – сайт журнала «Слияния и поглощения»;
11. www.mergers.ru – информационный портал;
12. www.offerings.ru – информационный портал.
13. www.okvad.ru – коды ОКВЭД
14. www.omz.ru – официальный сайт Группы ОМЗ
15. www.uralmash.ru – официальный сайт МК «Уралмаш»

## *Приложение 1*

**СТРУКТУРА ИНВЕСТИЦИЙ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ ПО ВИДАМ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПО ИСТОЧНИКАМ ФИНАНСИРОВАНИЯ[1]**

| | Инвестиции в основной капитал - всего | в том числе по источникам финансирования | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | собственные средства | привлеченные средства | из них | | |
| | | | | бюджетные средства | в том числе из | |
| | | | | | федерального бюджета | бюджетов субъектов Российской Федерации |
| Добыча полезных ископаемых | | | | | | |
| 2005 | 100 | 63,3 | 36,7 | 1,0 | 0,1 | 0,9 |
| 2006 | 100 | 62,0 | 38,0 | 0,3 | 0,1 | 0,2 |
| 2007 | 100 | 64,1 | 35,9 | 0,7 | 0,0 | 0,7 |
| из неё: добыча топливно-энергетических полезных ископаемых | | | | | | |
| 2005 | 100 | 62,4 | 37,6 | 1,1 | 0,1 | 1,0 |
| 2006 | 100 | 60,8 | 39,2 | 0,3 | 0,01 | 0,3 |
| 2007 | 100 | 62,6 | 37,4 | 0,8 | 0,0 | 0,8 |
| добыча полезных ископаемых, кроме топливно-энергетических | | | | | | |
| 2005 | 100 | 70,8 | 29,2 | 0,2 | 0,1 | 0,1 |
| 2006 | 100 | 74,5 | 25,5 | 0,5 | 0,4 | 0,03 |
| 2007 | 100 | 78,8 | 21,2 | - | - | - |
| Обрабатывающие производства | | | | | | |
| 2005 | 100 | 63,9 | 36,1 | 2,0 | 1,2 | 0,8 |
| 2006 | 100 | 63,3 | 36,7 | 2,1 | 1,2 | 0,8 |
| 2007 | 100 | 63,1 | 36,9 | 2,2 | 1,6 | 0,6 |
| из них: производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака | | | | | | |
| 2005 | 100 | 62,1 | 37,9 | 2,0 | 1,3 | 0,6 |
| 2006 | 100 | 59,8 | 40,2 | 0,4 | 0,1 | 0,3 |
| 2007 | 100 | 60,1 | 39,9 | 1,0 | 0,2 | 0,7 |
| текстильное и швейное производство | | | | | | |
| 2005 | 100 | 53,7 | 46,3 | 1,2 | 0,8 | 0,4 |
| 2006 | 100 | 69,4 | 30,6 | 0,8 | 0,4 | 0,4 |
| 2007 | 100 | 49,1 | 50,9 | 0,9 | 0,4 | 0,5 |

| | Инвестиции в основной капитал - всего | в том числе по источникам финансирования | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | собственные средства | привлеченные средства | из них | | |
| | | | | бюджетные средства | в том числе из | |
| | | | | | федерального бюджета | бюджетов субъектов Российской Федерации |
| производство кожи, изделий из кожи и производство обуви | | | | | | |
| 2005 | 100 | 72,8 | 27,2 | 3,3 | 3,2 | 0,1 |
| 2006 | 100 | 51,2 | 48,8 | 0,03 | - | - |
| 2007 | 100 | 84,3 | 15,7 | 0,2 | - | 0,2 |
| обработка древесины и производство изделий из дерева | | | | | | |
| 2005 | 100 | 18,3 | 81,7 | 0,1 | 0,03 | 0,02 |
| 2006 | 100 | 36,6 | 63,4 | 0,1 | 0,01 | 0,03 |
| 2007 | 100 | 32,8 | 67,2 | 0,1 | - | 0,1 |
| целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность | | | | | | |
| 2005 | 100 | 76,5 | 23,5 | 1,3 | 0,7 | 0,6 |
| 2006 | 100 | 74,8 | 25,2 | 1,5 | 0,6 | 0,7 |
| 2007 | 100 | 63,9 | 36,1 | 2,0 | 0,5 | 1,4 |
| производство кокса и нефтепродуктов | | | | | | |
| 2005 | 100 | 65,1 | 34,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| 2006 | 100 | 76,0 | 24,0 | - | - | - |
| 2007 | 100 | 69,9 | 30,1 | - | - | - |
| химическое производство | | | | | | |
| 2005 | 100 | 69,4 | 30,6 | 0,8 | 0,7 | 0,03 |
| 2006 | 100 | 57,8 | 42,2 | 1,4 | 1,3 | 0,1 |
| 2007 | 100 | 62,0 | 38,0 | 3,8 | 3,8 | - |
| производство резиновых и пластмассовых изделий | | | | | | |
| 2005 | 100 | 45,2 | 54,8 | 1,2 | 0,04 | 1,1 |
| 2006 | 100 | 50,4 | 49,6 | 0,1 | 0,1 | - |
| 2007 | 100 | 46,0 | 54,0 | 0,2 | 0,2 | - |
| производство прочих неметаллических минеральных продуктов | | | | | | |
| 2005 | 100 | 49,6 | 50,4 | 0,8 | 0,4 | 0,4 |
| 2006 | 100 | 54,2 | 45,8 | 1,4 | 0,9 | 0,3 |
| 2007 | 100 | 53,3 | 46,7 | 1,7 | 0,4 | 1,3 |

*Приложение 2*

# ИНВЕСТИЦИИ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ ПО ИСТОЧНИКАМ ФИНАНСИРОВАНИЯ[1)]

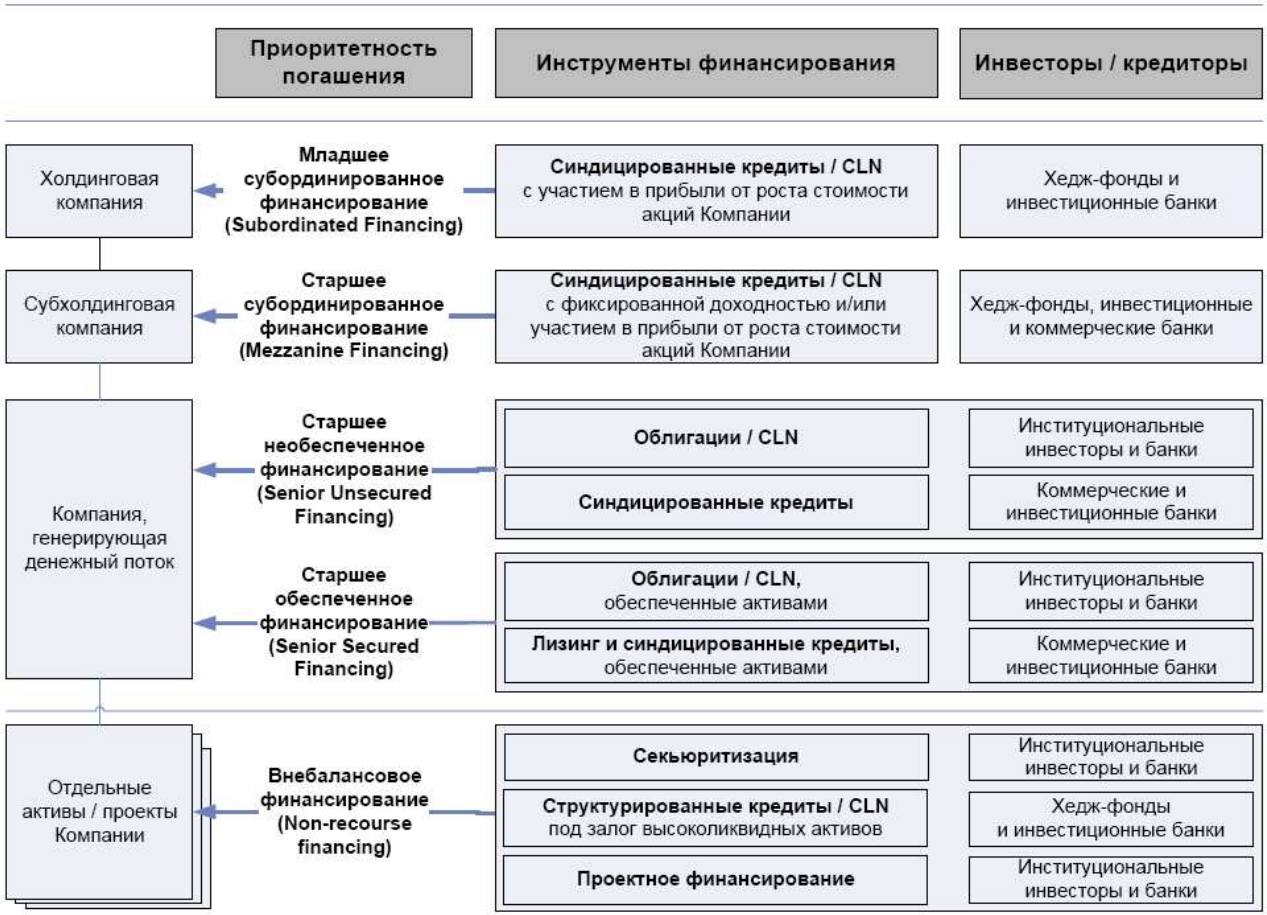
| | 1995 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | **Миллиардов рублей** (1995 г. -трлн.руб.) | | | | | | | | | |
| **Инвестиции в основной капитал** - всего | **267,0** | **1053,7** | **1335,8** | **1455,7** | **1824,9** | **2246,8** | **2893,2** | **3809,0** | **5217,2** | **6705,9** |
| в том числе по источникам финансирования: | | | | | | | | | | |
| собственные средства | 131,0 | 500,6 | 660,3 | 654,6 | 825,1 | 1020,8 | 1287,2 | 1603,6 | 2105,1 | 2649,3 |
| из них: | | | | | | | | | | |
| прибыль | 55,7 | 246,4 | 319,9 | 277,4 | 324,5 | 432,3 | 587,3 | 759,6 | 1010,1 | 1231,9 |
| амортизация | 60,4 | 190,6 | 247,5 | 319,1 | 440,8 | 512,0 | 605,5 | 729,6 | 920,0 | 1159,3 |
| привлеченные средства | 136,0 | 553,1 | 675,5 | 801,1 | 999,8 | 1226,0 | 1606,0 | 2205,4 | 3112,1 | 4056,6 |
| из них: | | | | | | | | | | |
| кредиты банков | ... | 30,6 | 58,6 | 85,2 | 116,3 | 176,5 | 235,6 | 364,2 | 544,0 | 791,6 |
| в том числе иностранных банков | ... | 6,2 | 11,5 | 12,9 | 21,3 | 23,8 | 27,9 | 59,2 | 86,9 | 198,1 |
| заемные средства других организаций | ... | 75,6 | 65,1 | 95,3 | 123,6 | 163,1 | 171,1 | 227,0 | 370,4 | 413,7 |
| бюджетные средства (средства консолидированного бюджета) | 58,2[2)] | 232,1 | 272,9 | 289,6 | 358,0 | 401,0 | 589,2 | 769,2 | 1119,0 | 1404,7 |
| в том числе: | | | | | | | | | | |
| федерального бюджета | 27,0 | 62,9 | 77,6 | 88,8 | 122,5 | 118,1 | 202,2 | 267,4 | 431,3 | 537,8 |
| бюджетов субъектов Российской Федерации | 27,5[3)] | 151,2 | 167,3 | 178,3 | 220,0 | 260,2 | 356,1 | 446,4 | 611,1 | 759,2 |
| средства внебюджетных фондов | 30,6 | 50,3 | 34,7 | 34,3 | 16,5 | 19,0 | 15,6 | 19,8 | 27,3 | 23,7 |
| прочие | ... | 164,5 | 244,2 | 296,7 | 385,4 | 466,4 | 594,5 | 825,1 | 1051,5 | 1422,9 |
| | **В процентах к итогу** | | | | | | | | | |
| **Инвестиции в основной капитал** - всего | **100** | **100** | **100** | **100** | **100** | **100** | **100** | **100** | **100** | **100** |
| в том числе по источникам финансирования: | | | | | | | | | | |
| собственные средства | 49,0 | 47,5 | 49,4 | 45,0 | 45,2 | 45,4 | 44,5 | 42,1 | 40,4 | 39,5 |
| из них: | | | | | | | | | | |
| прибыль | 20,9 | 23,4 | 24,0 | 19,1 | 17,8 | 19,2 | 20,3 | 19,9 | 19,4 | 18,4 |
| амортизация | 22,6 | 18,1 | 18,5 | 21,9 | 24,2 | 22,8 | 20,9 | 19,2 | 17,6 | 17,3 |
| привлеченные средства | 51,0 | 52,5 | 50,6 | 55,0 | 54,8 | 54,6 | 55,5 | 57,9 | 59,6 | 60,5 |
| из них: | | | | | | | | | | |
| кредиты банков | ... | 2,9 | 4,4 | 5,9 | 6,4 | 7,9 | 8,1 | 9,5 | 10,4 | 11,8 |
| в том числе иностранных банков | ... | 0,6 | 0,9 | 0,9 | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 1,6 | 1,7 | 3,0 |

| | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| заемные средства других организаций | ... | 7,2 | 4,9 | 6,5 | 6,8 | 7,3 | 5,9 | 6,0 | 7,1 | 6,2 |
| бюджетные средства (средства консолидированного бюджета) | 21,8[2)] | 22,0 | 20,4 | 19,9 | 19,6 | 17,8 | 20,4 | 20,2 | 21,5 | 20,9 |
| в том числе: | | | | | | | | | | |
| федерального бюджета | 10,1 | 6,0 | 5,8 | 6,1 | 6,7 | 5,3 | 7,0 | 7,0 | 8,3 | 8,0 |
| бюджетов субъектов Российской Федерации | 10,3[3)] | 14,3 | 12,5 | 12,2 | 12,1 | 11,6 | 12,3 | 11,7 | 11,7 | 11,3 |
| средства внебюджетных фондов | 11,5 | 4,8 | 2,6 | 2,4 | 0,9 | 0,8 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,4 |
| прочие | ... | 15,6 | 18,3 | 20,3 | 21,1 | 20,8 | 20,6 | 21,7 | 20,1 | 21,2 |

[1)] С 2000 г. - без субъектов малого предпринимательства и параметров неформальной деятельности.
[2)] Включая средства бюджетного фонда государственной поддержки приоритетных отраслей экономики.
[3)] Включая средства местных бюджетов.

***Приложение 3.***

***Распределение заемных источников финансирования на уровни, в зависимости от приоритетности погашения долга.***



## *Приложение 4.*
### *Риски инвестиционного проекта*

| **Коммерческие/ Проектные риски -** риски, которые присущи самому проекту или рынку, на котором он функционирует. | |
|---|---|
| ***Коммерческая жизнеспособность*** | Устоявшийся рынок для продукции;<br>Настоящий и будущий уровень конкуренции на рынке;<br>Приемлемость Текущей цены продукции при существующем и будущем уровне конкуренции;<br>Возможность структурных изменений рынка (дерегуляция, новые технологии);<br>Платежеспособность покупателей продукции;<br>Реалистичность цен на сырье и материалы;<br>Возможны ли угрозы процессу штатной эксплуатации проекта после завершения строительства. |
| ***Риски завершения работ*** | Приобретение прав на производственную площадку и доступ к ней;<br>Разрешения на строительство;<br>Риски, относящиеся к подрядчику по строительству;<br>Превышение сметной стоимости проекта;<br>Выручка в период строительства;<br>Задержка строительных работ;<br>Отклонение от прогнозируемых производственных показателей;<br>Риски третьих лиц (внешние подключения, протестующие). |
| ***Операционные риски*** | Технологический риск (новые технологии, моральное устаревание);<br>Общая эксплуатация объекта;<br>Превышение бюджета операционных расходов;<br>Работоспособность объекта;<br>Техническое обслуживание;<br>Снижение производственных показателей. |
| ***Риски, связанные с выручкой*** | Контракты на производство и продажу продукции;<br>Оплата законтрактованной продукции;<br>Ценовой риск и риск объемов продаж;<br>Риски покупателя. |

| | |
|---|---|
| ***Риски поставщика сырья*** | Является ли сырье и топливо широкодоступным товаром;<br>Кредитоспособность поставщика;<br>Ценообразование, качество сырья. |
| ***Форс-мажорные обстоятельства*** | |
| ***Контрактное несоответствие*** | |
| ***Риск, связанный с поддержкой спонсоров*** | |
| ***Экологические риски*** | |
| **Макро-экономические/Финансовые риски -** относятся к внешним экономическим воздействиям. | |
| ***Инфляция*** | Сметная стоимость проекта, расходы по финансированию, вознаграждения консультантов не должны зависеть от уровня инфляции, должны быть фиксированы, однако в процессе подготовки бюджета должны быть приняты допущения, учитывающие рост инфляции. |
| ***Изменение процентной ставки*** | В процессе строительства проценты по займу (Interest During Construction - IDC) капитализируются и становятся частью капитального бюджета проекта. При увеличении процентных ставок это ведет к перерасходу средств на стадии строительства.<br>На этапе эксплуатации увеличение процентных ставок ведет к снижению прибыли и соответственно к уменьшению коэффициента покрытия для заимодавцев и снижению доходов инвесторов. |
| ***Риски валютного курса*** | Если валюта кредита не соответствует валюте контракта, то возникает риск, что валюта, в которой производятся расходы, окажется более дорогой.<br>На стадии эксплуатации, если валюта выручки не соответствует валюте финансирования, то изменение коэффициента обмена может сказаться на снижении чистых доходов и способности погашать заем. |

| **Политические/Страновые риски -** связаны с результатами деятельности правительства или политическими форс-мажорными обстоятельствами. | |
|---|---|
| ***Инвестиционные риски*** | Конвертируемость и перевод валют;<br>Экспроприация проекта государством;<br>Политический форс-мажор (войны, гражданские беспорядки) |
| ***Квазиполитические риски*** | Расторжение контракта и судебные решения;<br>Региональные риски;<br>Незаметная экспроприация. |
| ***Риски, связанные с изменением законодательства*** | |

*Источник: Э.Р. Йескомб. Принципы проектного финансирования. Главы 7-10. стр. 190-343.*

## *Приложение 5*

*Таблица 1*

*Доля машиностроительной продукции в российском экспорте и импорте*

| | 2007 г. | 2008 г. | янв-июл 2008 | янв-июл 2009 |
|---|---|---|---|---|
| **Импорт** | | | | |
| Всего, $ млн. | 199 712,0 | 267 015,0 | 151 649,6 | 85 682,0 |
| *Машины и оборудование, $ млн.* | *101 790,0* | *140 771,7* | *80 177,8* | *36513,7* |
| ***Доля в импорте, %*** | ***50,97*** | ***52,72*** | ***52,87*** | ***42,62*** |
| **Экспорт** | | | | |
| Всего, $ млн. | 351 895,0 | 467 669,0 | 281 818,7 | 150 773,0 |
| *Машины и оборудование, $ млн.* | *19 719,1* | *23 003,0* | *12 946,5* | *8 028,6* |
| ***Доля в экспорте, %*** | ***0,31*** | ***0,24*** | ***0,21*** | ***0,28*** |
| **Сальдо экспорта/импорта по машинам и оборудованию, $ млн.** | - 82 070,9 | - 117 768,7 | -67 231,2 | - 28 485,1 |

*Источник: Росстат, ФТС*

## *Приложение 6.*

*Таблица 1*

*Сведения об инвестиционных программах на 2009 г. по отдельным отраслям и крупным холдингам (данные из годовых отчетов)*

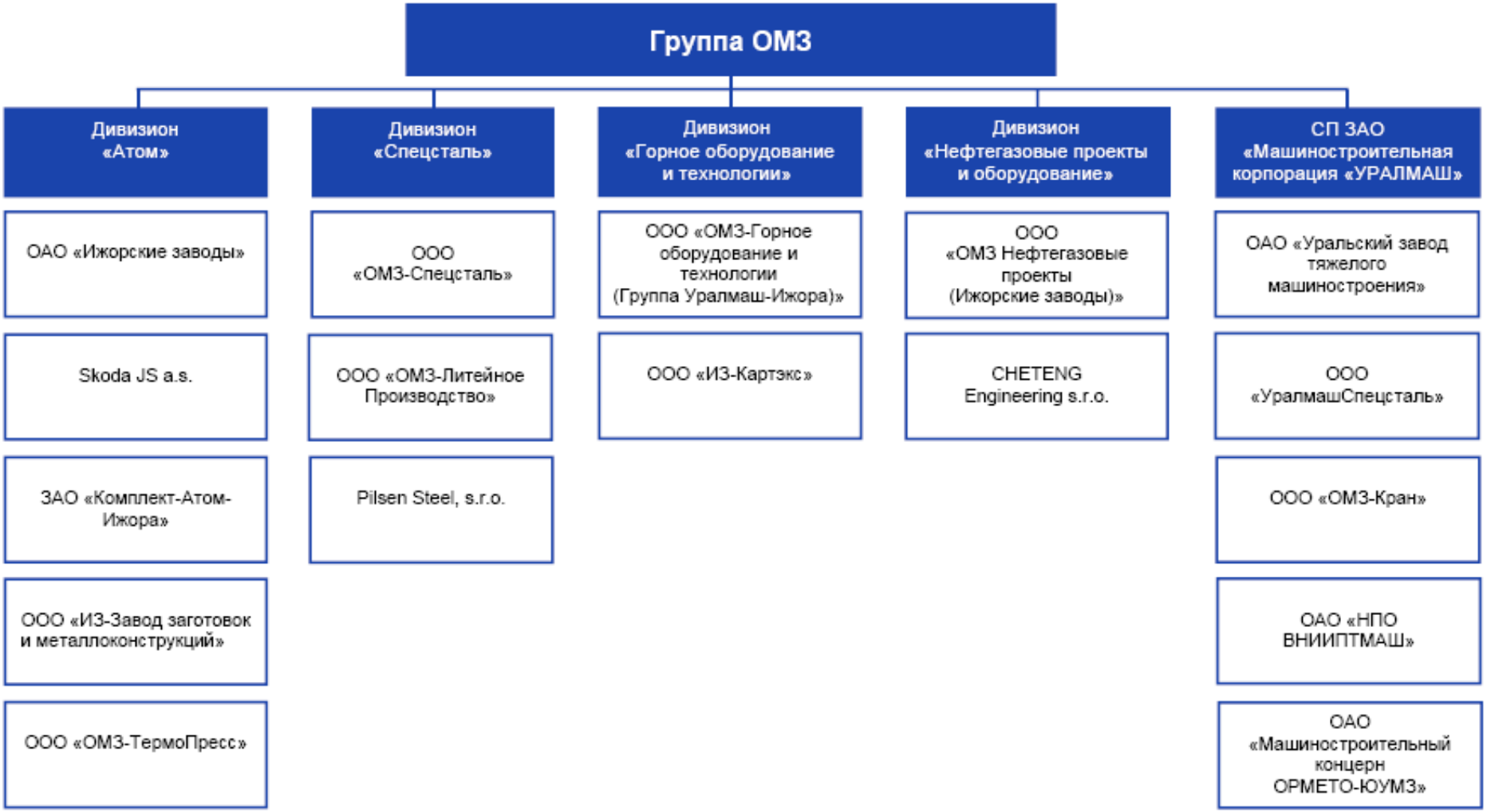
| **Компания** | **Сокращение инвест-программы** | **Примечание** |
|---|---|---|
| ОАО «Газпром» | 17% | В сентябре 2009 г. Совет директоров ОАО «Газпром» утвердил инвестиционную программу на 2009 г. в сумме 761,5 млрд. руб., ранее объем программы планировался в размере 920 млрд. руб. (сокращение на 17,2%) |
| Электроэнергетика | 40% | По итогам заседания Правительства России в апреле 2009 г., инвестиционная программа по электроэнергетике на 2009 г. была сокращена на 40%) – на до 550 млрд. руб. |
| ОАО «РЖД» | 40% | Инвестиционная программа ОАО «РЖД» на 2009 г. была сокращена на 40% с 433,3 млрд. до 252,2 млрд. руб. |
| ОАО «Связьинвест» | 46% | Холдинг «Связьинвест» в 2009 г. сократил инвестиционную программу до 39,5 млрд. рублей по сравнению с 73,0 млрд. руб. в 2008 г. |
| ОАО «ЛУКОЙЛ» | 20% | ЛУКОЙЛ в 2009 г. сократил инвестирограмму до $7 млрд., что на 20% меньше, чем в 2008 г. |
| ОАО «ТНК-ВР Холдинг» | 10% | ТНК-ВР в 2009 г. сократил инвестиционную программу на 10%, до $3 млрд. |
| ОАО «Роснефть» | | Компания Роснефть не сокращала инвестпрограмму на 2009 г., она составила 8,5 млрд. долл. США. |

| | | |
|---|---|---|
| ОАО «Атомэнергопром» | | Инвестиционная программа ОАО«Атомэнергопром» (консолидирует гражданские активы Госкорпорации «Росатом») на 2009 г. составляет 280 млрд. руб. (сокращения программы не было). |

*Источник: Правительство РФ, данные компаний*

**Приложение 7**

*Структура Группы ОАО «Объединенные машиностроительные заводы» до 2010г.*




*Источник: данные компании*

## *Приложение 8.*

*Структура производственных активов ОМЗ*

***ОАО «Ижорские заводы»*** – основной актив Группы, помимо оборудования для атомных электростанций, предприятие производит оборудование для горнодобывающей и нефтегазовой промышленности.

***Skoda JS a.s.*** уже более пятидесяти лет занимается инжинирингом и поставками оборудования для атомной энергетики. За это время Skoda JS a.s. приобрела значительный опыт и стала надежным поставщиком оборудования для АЭС во всем мире.

***ООО «ОМЗ–Спецсталь»*** является крупнейшим российским производителем металлургических заготовок из специальных сталей для атомного, энергетического и нефтехимического машиностроения и других отраслей промышленности. Основу производственных мощностей составляет сталеплавильный комплекс последнего поколения ДСП-120 производительностью более 250 тыс. тонн в год, запущенный в эксплуатацию в июне 2009 года.

***ООО «ОМЗ-Литейное производство»*** Производит стальные отливки, включает в себя все технологические переделы: электросталеплавильный, модельный, фасонно-сталелитейный, термообработки и финишных операций.

***Pilsen Steel s.r.o.*** (Чехия) была образована в 2007 году в результате объединения компаний Skoda Hute s.r.o. и Skoda Kovarny s.r.o., которые были выделены в самостоятельные юридические лица при приватизации акционерного общества Skoda a.s. в 1993 году. Pilsen Steel s.r.o. является одним из ведущих европейских и мировых производителей отливок и поковок для судостроения, ветроэнергетики, атомной энергетики и других отраслей, а также валов различного назначения и деталей для дизельных

двигателей. Суммарная производительность сталеплавильного производства составляет 120 тыс. тонн в год.

***ООО «ИЗ-КАРТЭКС»*** - крупнейший на территории России и стран СНГ производитель и поставщик электрических карьерных экскаваторов. Основная специализация ООО «ИЗ–КАРТЭКС» - инжиниринг, производство, продажа и сервисное обслуживание карьерных электрических экскаваторов для открытых горных работ. С 1957 года произведено и поставлено свыше 2700 карьерных электрических экскаваторов с вместимостью ковша более 8 куб.м., из которых сегодня около 1200 находятся в эксплуатации.