

# ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ КОРПОРАЦИИ И ПРИВЛЕЧЕНИЕ ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЛЯ ЕЕ РЕАЛИЗАЦИИ

**Рыбченко Н.Е.**

*(Московский физико-технический институт, Москва)*

[nik13@mail.ru](mailto:nik13@mail.ru)

## **Введение**

Процесс развития российской экономики в настоящий момент может быть охарактеризован следующими тенденциями:

- Продолжение передела собственности.
- Активная консолидация финансовых и промышленных активов в корпоративные структуры.
- Необходимость разработки корпоративными структурами эффективных методов формирования инвестиционных программ и методов привлечения финансирования для их реализации.

Целью настоящей публикации является обсуждение ключевых вопросов формирования инвестиционной стратегии корпорации и методов привлечения финансирования для ее реализации.

### **1. Разработка стратегии корпорации**

Процесс разработки стратегии развития корпорации включает в себя несколько этапов [1]:

1. Оценка долгосрочных перспектив.
2. Прогноз развития.
3. Осознание стратегических целей.
4. Анализ сильных и слабых сторон корпорации.
5. Обобщение возможных стратегических альтернатив.
6. Разработка целевых критериев.
7. Выбор оптимальной стратегии.
8. Планирование реализации.

Для целей обеспечения реализации стратегии развития корпорации финансовыми ресурсами формируется финансовая стратегия корпорации, призванная решить следующие задачи:

1. Привлечение финансовых ресурсов для реализации стратегии развития и осуществления операционной деятельности (кредитная стратегия).
2. Распределение (инвестирование) полученных ресурсов (инвестиционная стратегия).

### **2. Инвестиционная стратегия корпорации**

Инвестиционная стратегия корпорации разрабатывается в соответствии с целями ее функционирования и развития [2], т.е. все корпоративные инвестиции должны рассматриваться как один из основных способов достижения стратегических целей корпорации.

Основой инвестиционной стратегии корпорации является формирование комплекса проектов, подлежащих реализации на временном интервале горизонта стратегического планирования. Осуществление этих проектов связано друг с другом, как минимум, на уровне финансовых ресурсов, которые корпорация выделяет в соответствии со своей кредитной стратегией за счет привлечения финансирования в необходимых объемах. Комплекс корпоративных проектов также называют инвестиционной программой корпорации.

Основные этапы разработки инвестиционной программы:

1. Разработка инвестиционных альтернатив (проектов) – при разработке проекта проверяется реализуемость проекта, составляется бизнес-план (в т.ч. Cash-flow), определяется уровень рисков и ограничения различного характера.
2. Оценка эффективности каждого проекта независимо от других проектов – оценка эффективности каждого проекта по Парето на сформированном множестве критериев (чистый дисконтированный доход ( $NPV$ ), внутренняя норма доходности ( $IRR$ ), индекс рентабельности ( $PI$ ), срок окупаемости и другие) с выделением недоминируемых альтернатив. Также возможно применение других

методов принятия решений: метода анализа иерархий, метода экспертных оценок и пр.

3. Сравнительная оценка эффективности проектов – осуществляется путем ранжирования проектов по различным критериям ( $NPV$ ,  $IRR$ ,  $PI$ , срок окупаемости, степень риска, перспективность развития и другие).

4. Отбор проектов наилучших для включения в инвестиционную программу с учетом следующих факторов: принадлежность к сфере стратегических интересов корпорации, экономическая привлекательность, принадлежность недоминируемым альтернативам, реализуемость при наличии финансовых ресурсов и пр.

5. Выбор конкретных проектов, включаемых в инвестиционную программу.

6. Определение интегральных параметров инвестиционной программы (агрегированный денежный поток (Cash-flow), оценка объемов необходимых инвестиционных ресурсов, оценка эффективности программы ( $NPV$ ,  $IRR$ ,  $PI$ , срок окупаемости), график реализации проектов, объем свободных денежных средств, остающихся в распоряжении корпорации).

7. Организация привлечения финансирования инвестиционной программы в необходимом объеме.

### **3. Кредитная стратегия корпорации**

Кредитная стратегия призвана обеспечить эффективное финансирование корпоративных инвестиций в объемах, необходимых для осуществления стратегии развития и операционной деятельности корпорации.

Основные этапы формирования кредитной стратегии:

1. Оценка необходимого совокупного объема финансирования на основе инвестиционной программы.

2. Определение объема собственных финансовых источников.

3. Формирование кредитных альтернатив и анализ направлений улучшения инвестиционной привлекательности.

4. Обобщение кредитных альтернатив.

5. Реализация мер по повышению инвестиционной привлекательности и осуществление заимствований.

По виду активов, в которые направляются инвестиции, можно выделить следующие направления инвестирования полученных ресурсов: реальные, финансовые и интеллектуальные инвестиции.

В виду того, что инвестиционная программа есть совокупность корпоративных проектов, наиболее интересными представляются инвестиции в реальные активы.

#### **3.1. МЕТОДЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ РЕАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ**

Можно выделить следующие методы финансирования реальных инвестиций:

1. Самофинансирование.

2. Эмиссионное финансирование (эмиссия акций, эмиссия привилегированных акций).

3. Заемное финансирование (кредиты, облигационные займы).

4. Лизинг.

5. Проектное финансирование.

Различные методы привлечения инвестиций характеризуются различной ценой источников финансирования.

#### **3.2. ЦЕНА ОТДЕЛЬНЫХ ИСТОЧНИКОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ**

К собственным источникам финансирования относятся нераспределенная прибыль и амортизационные отчисления.

Цена источника нераспределенная прибыль может быть определена на основе двух подходов [3]:

1. Доходность, требуемая акционерами от обыкновенных акций корпорации ( $r_E$ ), которая может быть определена методом оценки доходности финансовых активов (САРМ) или методом дисконтированного денежного потока (DCF).

$$(1) P_0 = \sum_{i=1}^N \frac{D_i}{(1+r_E)^i},$$

где  $P_0$  – это рыночная цена акции;  $D_i$  – будущие значения дивидендов;  $r_E$  – доходность, которую требуют акционеры от обыкновенных акций (цена источника нераспределенная прибыль).

2. Максимальная из доходностей альтернативных вложений, но не превосходящая доходности инвестирования.

Цену амортизационных отчислений предлагается определять исходя из доходности альтернативных вложений, скорректированной на уменьшение налогооблагаемой базы:

$$(2) r_A = D_A * (1 - T),$$

где  $D_A$  – доходность альтернативных вложений;  $T$  – ставка налога на прибыль.

Цена обыкновенных акций, как источника финансирования инвестиций, определяется на основе цены существующего акционерного капитала (на основе моделей нулевого и постоянного роста) [3]:

$$(3) r_E = \frac{D_0}{P_0} + g,$$

где  $D_0$  – дивиденды на акцию, выплаченные в предшествующий период;  $g$  – темп роста дивидендных выплат.

Соответственно, цена средств, полученных от эмиссии обыкновенных акций, определяется следующим соотношением:

$$(4) r_S = \frac{D_0}{P_0 * (1 - C_S)},$$

где  $P_0$  – цена размещения акций нового выпуска;  $C_S$  – эмиссионные затраты в долях единицы.

Цена привилегированных акций, как источника финансирования инвестиций, определяется следующим образом:

$$(5) r_{SP} = \frac{D}{P_0},$$

где  $P_0$  – рыночная стоимость акции;  $D$  – дивиденд, выплачиваемый на акцию.

Цена банковского кредита ( $r_C$ ) при условии его привлечения на год, как правило, определяется следующим образом:

$$(6) r_C = k * (1 - T),$$

где  $k$  – годовая ставка процента, выплачиваемая по кредитному договору;  $T$  – ставка налога на прибыль в долях единицы.

В случае начисления сложных процентов за пользование кредитом соотношение (6) нужно скорректировать на эффективную ставку процента.

Цена ресурсов, привлеченных посредством эмиссии облигаций, определяется на основании двух подходов:

1. Метод дисконтированных денежных потоков (DCF), ожидаемых вследствие владения облигацией:

$$(6) P = \sum_{i=1}^N \frac{I_i}{(1 + r_O)^i} + \frac{N_O}{(1 + r_O)^N},$$

где  $P$  – стоимость продажи облигации уменьшенная на сумму эмиссионных расходов;  $I_i$  – купонные выплаты инвестору;  $N_O$  – номинал облигации. Решив данное уравнение, получим цену инвестиционных ресурсов ( $r_O$ ), привлекаемых посредством выпуска облигаций.

2. Метод, базирующийся на соотношении процентных выплат по облигациям с объемом привлеченных средств:

$$(7) P = \frac{I}{F},$$

где  $F$  – объем средств, привлекаемых посредством размещения облигаций;  $I$  – процентные выплаты по облигациям.

### 3.2. ВЫБОР ИСТОЧНИКОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ

Одной из основных задач кредитной стратегии корпорации является минимизация стоимости привлеченного капитала, в том числе привлеченного для реализации инвестиционной стратегии корпорации.

Таким образом, определение цены источников финансирования играет важную роль в процессе инвестиционного планирования по следующим причинам:

1. Формирование оптимальной структуры финансирования инвестиционной программы.

Данные о составе и структуре отдельных источников привлеченного капитала можно использовать для расчета интегрального показателя стоимости капитала, привлеченного для реализации инвестиционной программы:

$$(8) WACC_I = \sum_{i=1}^N d_i * r_i ,$$

где  $d_i$  – понимается доля соответствующего заемного источника финансирования в общей сумме заемных источников капитала;  $r_i$  – цена этого источника финансирования.

2. Выбор между различными методами и источниками финансирования инвестиционных проектов основывается на сопоставлении их цены с учетом общего риска ликвидности (платежеспособности) корпорации.

В качестве инструментов оценки общего риска ликвидности (платежеспособности) корпорации можно использовать:

1. Нормативные методы оценки ликвидности.
2. Анализ потоков платежей (Cash-flow) путем сравнения входящего потока платежей на определенную дату с объемом исходящих платежей.
3. GAP - анализ графиков погашения активов и пассивов.
4. Экспертные методы оценки ликвидности.

### **Заключение**

В условиях активного развития корпораций и, соответственно, концентрации финансовых капиталов и инновационных потенциалов особенно актуальными становятся вопросы разработки и реализации стратегии развития.

Следует также отметить особую важность инновационных программ и выбор источников финансирования их реализации, как оказывающих непосредственное влияние на один из ключевых показателей корпорации – ее стоимость.

Применение вышеизложенных подходов позволяет облегчить разработку инвестиционной программы корпорации и выбор источников финансирования ее реализации.

### **Литература**

1. КРУГЛОВ М. И. *Стратегическое управление компанией*. Учебник для ВУЗов. – М.: РДЛ, 1998. – 768 с.
2. ЛЕЙМАН Я.А. *Управление по результатам*. Пер. с финск. / Общ. ред. и предисл.– М.: Издательская группа "Прогресс", 1993. – 320 с.
3. ШАРП У., АЛЕКСАНДЕР Г., БЭЙЛИ Д. *Инвестиции*. – М.: «Инфра-М», 1998. – 1028 с.