

## ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ОСНОВНОГО КАПИТАЛА В ПЕРИОД ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПАУЗЫ<sup>1</sup>

О. Березинская, М. Хромов

*С 2013 г. российская экономика вступила в период инвестиционной паузы. С точки зрения ресурсного обеспечения инвестиционного процесса, она характеризуется значительным усилением роли самофинансирования предприятиями инвестиционных проектов при сокращении финансирования с использованием заемных ресурсов. Это происходило на фоне снижения доли располагаемых финансовых ресурсов в экономике. Активизация инвестиционного процесса за счет собственных средств предприятий экономики – одна из возможностей смягчения инвестиционного спада.*

На протяжении последних лет в дискуссиях об инвестициях в основной капитал сохраняет актуальность проблема ресурсных ограничений. В 2014–2015 гг. наблюдается ужесточение ограничений инвестиционного процесса и вступление российской экономики в инвестиционную паузу.

Основой для формирования финансовых ресурсов в экономике является валовой располагаемый доход – то есть объем ВВП, скорректированный на неторговые операции текущего счета платежного баланса и представляющий собой все, что было заработано экономическими агентами в текущем году.

Из валового располагаемого дохода формируются расходы на конечное потребление, а оставшиеся финансовые ресурсы образуют валовое сбережения в экономике. Сопоставление валовых сбережений с валовым накоплением (расширенное понятие инвестиций в основной капитал, куда включаются также затраты на восстановление основных фондов (ремонт), а также изменение запасов материальных оборотных средств) показывает насколько полно в экономике сбережения трансформируются в инвестиции. Разница этих показателей представляет собой чистый кредит остальному миру.

Однако помимо валового сбережения ресурсами для инвестиций служат также привлеченные средства зарубежных инвесторов. А в качестве альтернативного направления использования финансовых



Рис. 1. Динамика инвестиций и доля располагаемых финансовых ресурсов в экономике РФ

<sup>1</sup> Статья из ОМЭС №12(30) Июль 2016 г. Опубликовано под названием «Источники финансирования основного капитала: специфика инвестиционной паузы».

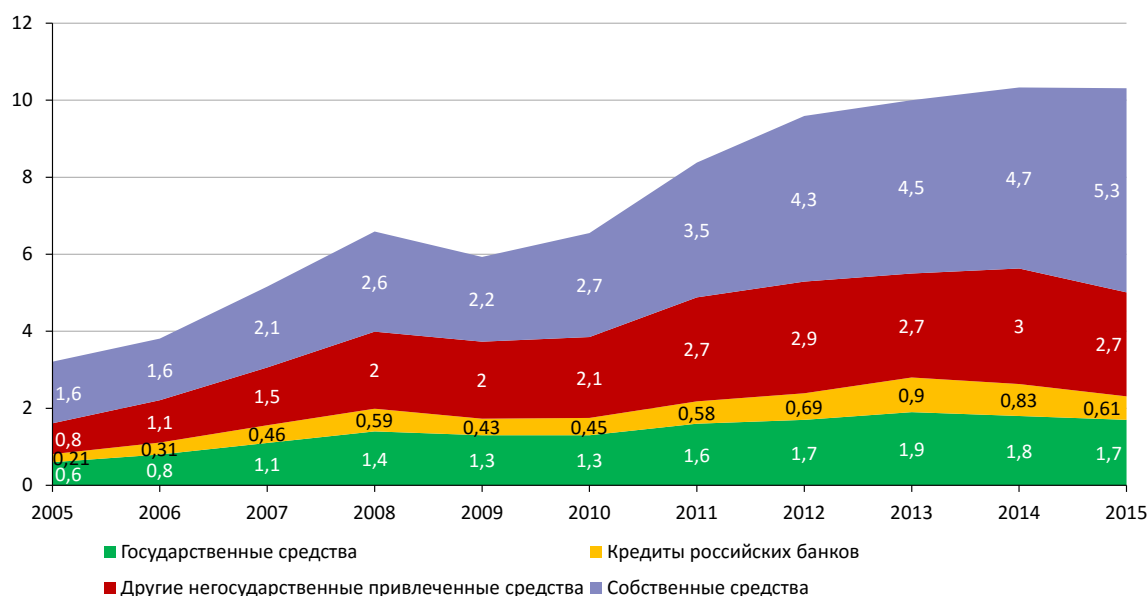
ресурсов кроме валового накопления выступают также инвестиции в зарубежные активы.

С середины 2000-х гг. динамика инвестиций в основной капитал коррелировала с объемом располагаемых финансовых ресурсов в российской экономике (суммарным объемом валового сбережения и средств, привлеченных из-за рубежа). Это подтверждает очевидную закономерность: снижение сбережений и отсутствие внешних займов ведет к инвестиционному спаду. Располагаемые финансовые ресурсы в российской экономике устойчиво снижаются с 31% ВВП в 2011 г. до 19% ВВП в 2015 г. За аналогичный период динамика инвестиций в основной капитал снизилась с прироста в 10,8% в 2011 г. до падения на 8,4% в 2015 г.

Крупнейшим источником финансирования инвестиций в основной капитал на протяжении 1999–2015 гг. являются собственные средства предприятий экономики. Начиная с 2010 г. они играют все более важную роль в ресурсном обеспечении инвестиционного процесса.

Вплоть по 2009 г. расширение инвестиций в основной капитал определялось ростом финансирования за счет негосударственных привлеченных средств при снижении значимости государственных средств в поддержке инвестиционного процесса и замедленном росте самофинансирования предприятиями инвестиционных проектов.

В 2010–2015 гг. расширение инвестиций в основной капитал было обусловлено, главным образом, ростом финансирования предприятиями инвестиций в основной капитал за счет собственных средств при нестабильной динамике кредитования инвестиционных проектов российскими банками, а также ухудшении динамики привлечения других негосударственных средств и государственной поддержки инвестиций в основной капитал предприятий экономики.



Примечание. Государственные средства – средства бюджета и внебюджетных фондов; Другие негосударственные привлеченные средства – все привлеченные средства за исключением кредитов российских банков и государственных средств.

Источник: Росстат, расчеты авторов.

Рис. 2. Динамика и источники финансирования инвестиций в основной капитал в экономике России в 2005–2015 гг., трлн руб.

В 2013–2015 гг. финансирование инвестиций в основной капитал характеризовалось следующими особенностями:

- более 51% инвестиций в основной капитал финансируются за счет *собственных средств* предприятий (37% в 2009 г.), и самофинансирование предприятиями инвестиционных проектов продолжает расти опережающими темпами;
- сократилась государственная поддержка инвестиционного процесса, менее 17% инвестиций осуществляется за счет *средств бюджета и внебюджетных фондов* (22% в 2009 г.);
- кредитование инвестиций российскими банками по-прежнему слабое и нестабильное: на *кредиты российских банков* приходится менее 6% финансирования инвестиций (7,2% в 2009 г.);
- резко снизились инвестиции, финансируемые за счет *средств вышестоящих организаций* (например, холдингов) -- 10,5% в структуре источников инвестиций в 2015 г. после 17,8% в 2010 – 2012 гг.; это связано с санкционным ограничением доступности финансовых ресурсов для российских компаний на мировых рынках;
- инвестиции за счет *остальных ресурсов* (например, заемные средства других организаций, средства от эмиссии акций, средства от выпуска корпоративных облигаций) увеличились в начале инвестиционной паузы и почти не изменились в 2015 г., то есть предприятия экономики имели крайне ограниченные возможности компенсировать выпадающее финансирование за счет альтернативных источников.

Финансирование инвестиций в основной капитал в 2013–2015 гг. осуществлялось при наличии значимых ресурсных ограничений. Сокращающиеся возможности поддержки инвестиционного процесса государством, повышенная осмотрительность банков при предоставлении долгосрочных кредитов в период ухудшения экономической ситуации, снизившаяся доступность для предприятий реального и финансового секторов экономики России ресурсов на мировых рынках определили кризисную структуру источников финансирования инвестиций в основной капитал. Более половины всех инвестиций в основной капитал финансируется за счет собственных ресурсов предприятий.

В период инвестиционной паузы при сохранении жестких ресурсных ограничений самофинансирование предприятиями инвестиционных проектов выступает практически единственным реальным ресурсом оживления инвестиционного процесса в экономике России. Для активации этого ресурса необходимо (1) формирование в растущем объеме собственных инвестиционных ресурсов предприятий экономики и (2) рост их мотивации к инвестированию собственных средств в развитие бизнеса.

Объем собственных инвестиционных ресурсов предприятий экономики как сумма амортизации и располагаемой прибыли (прибыли за вычетом налога на прибыль) в 2014 г. составил 11,8 трлн руб. Важно, что собственные инвестиционные ресурсы предприятий в 2012–2013 гг. увеличивались достаточно медленно – всего на 0,5 трлн руб. в год, в 2014 г. их прирост составил 1,7 трлн руб., а в 2015 г., по нашим оценкам, превысил 2 трлн руб. (итоговой статистики за 2015 г. еще нет).

В ситуации сохранения жестких ресурсных ограничений увеличивается ценность самофинансирования предприятиями инвестиционных

проектов, и предприятия экономики действительно имеют возможность активизировать инвестиционный процесс за счет собственных средств.

На протяжении ряда лет склонность к самофинансированию инвестиций (инвестиции в основной капитал за счет собственных средств к объему собственных инвестиционных ресурсов, заработанных в предыдущем году) находилась на стабильном уровне порядка 47%, но в 2015 г. произошло чувствительное снижение этого показателя до 44,5%.

Таблица 1

ФОРМИРОВАНИЕ СОБСТВЕННЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕСУРСОВ  
В ЭКОНОМИКЕ РОССИИ В 2011–2015 ГГ.

	2011	2012	2013	2014	2015
1 Прибыль, трлн руб.	8,5	8,8	8,4	9,4	11,3
2 Налог на прибыль уплаченный, трлн руб.	2,3	2,4	2,1	2,3	2,4
3 Располагаемая прибыль, трлн руб. (строка 1 за вычетом строки 2)	6,3	6,4	6,4	7,3	8,8
4 Амортизация, трлн руб.	2,8	3,3	3,7	4,7	5,2*
5 Собственные инвестиционные ресурсы, трлн руб. (сумма строк 3 и 4)	9,1	9,7	10,1	11,8	14,0*

\* – оценка авторов.

Источник: Росстат, ФНС, расчеты авторов.

В случае сохранения склонности к самофинансированию предприятиями инвестиционных проектов на прежнем уровне, в 2015 г. инвестиции в основной капитал за счет собственных средств могли составить, по нашим оценкам, 5,6 трлн руб. – +0,3 трлн руб. к фактическому объему.

Это снижение может носить локальный характер и быть кратковременным, как в 2009 г., и возврат на нормальный для экономики уровень склонности предприятий к самофинансированию инвестиций способен обеспечить в 2016 г. инвестиции в основной капитал за счет собственных средств предприятий в объеме около 6,6 трлн руб.

Впрочем, это может являться и началом более продолжительного периода снижения склонности предприятий к самофинансированию инвестиций в основной капитал из-за ухудшения бизнес-климата (как



Источник: Росстат, расчеты авторов.

Рис. 3. Динамика инвестиций в основной капитал за счет собственных средств и склонность к самофинансированию инвестиций предприятиями экономики в 2006–2015 гг.

общэкономической ситуации, так и негативных тенденций в инвестиционном климате). При сохранении в 2016 г. пониженной склонности к самофинансированию предприятиями инвестиционных проектов на уровне 44,5% и исходя из оценки объема собственных инвестиционных ресурсов, сформированных в 2015 г., можно ожидать, что инвестиции в основной капитал за счет собственных средств предприятий составят около 6,2 трлн руб.

Исходя из располагаемой прибыли, заработанной в 2015 г., в 2016 г. предприятия экономики имеют значительные возможности увеличить самофинансирование инвестиций в основной капитал. В оптимистичном варианте рост инвестиций за счет собственных средств предприятий может составить 1,3 трлн руб., в инерционном – почти 1 трлн руб., что способно обеспечить порядка 6,5–9% номинального прироста инвестиций в основной капитал.

В пределах периода инвестиционной паузы 2016 г. может оказаться годом самого активного номинального расширения инвестиций в основной капитал. ●