

КОРПОРАТИВНАЯ ФИНАНСОВАЯ АНАЛИТИКА

Формирование инвестиционной программы электросетевой компании с учётом возможностей использования источников финансирования инвестиционной деятельности

Чараева М.В.⁷

В статье рассматриваются возможности финансирования инвестиционной программы холдинга «Межрегиональные распределительные сетевые компании» на основе оценки тенденций роста спроса на электроэнергию и состояния основных фондов. Анализируется процесс формирования инвестиционного капитала предприятия как в теории, так и с точки зрения практики ТЭК. В результате складывается понимание того, что необходимо диверсифицировать источники формирования инвестиционного капитала и делать упор на акционерный капитал, долговое финансирование и прочие источники.

JEL: G110

Ключевые слова: инвестиционная программа, инвестиционный капитал, источники финансирования, эффект инвестиционного рычага, рентабельность инвестиций

В электроэнергетике в последние годы происходят радикальные перемены: формируется новая нормативно-правовая база и система регулирования, меняется структура отрасли, формируется конкурентный рынок электроэнергии. Россия становится на путь большинства развитых государств, которые проводят или уже провели реформы в электроэнергетике, стремясь приспособить ее к рыночным условиям. Такие преобразования требуют формирования соответствующих программ развития, в основе которых лежит инвестиционная составляющая. Между тем проблемой последних лет в области инвестирования, как на макро-, так и на микроуровне является дефицит инвестиционных ресурсов. По этой причине выбор оптимальных источников финансирования инвестиций в процессе формирования инвестиционной программы электросетевой компании не только носит теоретический интерес, но и имеет практическую значимость.

Перспективное развитие предприятия в международной практике представляется в виде специальным образом оформленного бизнес-плана, который по существу является программой развития предприятия. Программа развития – это образ будущего предприятия, составленный на 5–10 и более лет в зависимости от целей, которые ставят собственники и руководство предприятия. Как правило, в основе развития предприятия лежит инвестиционная составляющая, поэтому программу, связанную с привлечением инвестиций, назовем инвестиционной программой.

Для отечественной практики понятие инвестиционной программы не является новым. Ее отличительное качество в условиях рыночной экономики заключается в том, что основные направления развития предприятия, как правило, определяются собственниками и высшим руководством. При этом особенностью формирования инвестиционной программы в электроэнергетике является то, что перспективное функционирование энергетики

⁷ Канд. эконом. наук, доцент, докторант кафедры «Корпоративные финансы и финансовый менеджмент», Ростовский государственный экономический университет (РИНХ).

основывается на концепции развития экономики страны.

Первый вариант – это ресурсоперерабатывающая экономика, использующая наукоемкие технологии, но базирующаяся на имеющихся в стране богатых природных ресурсах. Второй вариант – инновационная экономика с высокими научными затратами, высокоинтеллектуальная, развивающая машиностроительные отрасли, информационные и электронные технологии, нанотехнологии, биотехнологии и т.д.

Первый путь требует производства большого количества дешевой электроэнергии, второй – относительно небольшого производства электроэнергии, стоимость которой может быть значительной. Конечно, для России оба пути должны определенным образом комбинироваться, отсюда и вытекают ориентиры для нахождения количественных показателей уровня потребления и цены производства электроэнергии. При этом ориентир реформ, проводимых в электроэнергетике на привлечение инвестиций для развития отрасли, предопределяет интерес к оценке возможностей использования источников финансирования инвестиционной деятельности. Поскольку именно от этого зависит реалистичность выполнения формируемой инвестиционной программы.

Электроэнергетика относится к числу отраслей, требующих значительных капиталовложений на длительные сроки. Однако до сих пор она испытывает значительные трудности, связанные с перевооружением и переходом на энергосберегающие технологии и эффективную модель управления.

Инвестиционные потребности российской электроэнергетики определяются ее состоянием, условиями и требованиями развития.

Общая тенденция роста спроса на электроэнергию прослеживается по всей стране, при этом важной особенностью этого роста является его неравномерность как в региональном, так и в отраслевом разрезе. В ряде случаев такой рост приводит к дефициту мощностей в условиях пика потребления в зимний период (Московская, Ленинградская, Тюменская энергосистемы). Сохранение существующих тенденций опережающего роста потребления при низкой инвестиционной активности в электроэнергетике с неизбежностью будет вести к нарастанию числа дефицитных регионов и величины дефицита.

Проблемы, возникающие в силу быстрого роста потребления электрической энергии, усугубляются ухудшением состояния оборудования. Если в целом по российской промышленности износ основных фондов уменьшается, в электроэнергетике старение основных фондов продолжается.

Вводы генерирующих мощностей на электростанциях страны за последние 15 лет составляли в среднем немногим более 1 млн киловатт в год, что в 4–5 раз ниже необходимых для компенсации отработанного оборудования. За это время основное энергетическое оборудование электростанций «постарело» примерно на 10 лет, что эквивалентно снижению его остаточного паркового ресурса почти на треть.

В связи с этим в отрасли созрело понимание необходимости формирования инвестиционной политики, основанной на разработке целого комплекса различных документов. Так, в рамках использования элементов долгосрочного прогнозирования и планирования еще в ОАО РАО «ЕЭС России» стала внедряться система долгосрочного прогнозирования баланса электрической мощности, основанная на прогнозах электропотребления и максимума электрической нагрузки по регионам, с учетом прогнозов о вводе нового оборудования, модернизации оборудования и с учетом вывода из эксплуатации устаревшего оборудования. Она позволит улучшить качество принимаемых инвестиционных решений и формировать инвестиционные предложения, удовлетворяющие самым высоким требованиям.

7 августа 2006 г. правление ОАО РАО «ЕЭС России» утвердило пятилетнюю инвестиционную программу развития Холдинга на 2006–2010 годы, которая в соответствии с установленной в России процедурой была направлена на согласование в Минэкономразвития России, Минпромэнерго России и ФСТ России, а также представлена Президенту Российской Федерации и в Правительство Российской Федерации.

Масштаб инвестиционной программы предусматривал строительство и модернизацию 20,9 ГВт генерирующих мощностей к 2011 году с небывалым объемом финансирования новых строек, превышающим 2,1 трлн руб.

29 января 2007г. правление РАО «ЕЭС России» утвердило новую инвестиционную программу холдинга на 2006–2010 годы, в соответствии с которой была принята пятилетняя программа по вводу мощностей более чем на 40тыс. МВт. Чтобы оценить масштаб этого плана, необходимо провести сравнение с данными по вводу генерирующих мощностей за 1990–2005 годы около 23 тыс. МВт генерирующих мощностей (www.gao-ees.ru) При этом исторический максимум вводов мощностей пришелся на 1985 год – 8,9 тыс. МВт (Энергия развития... 2006–2010 гг.).

Общий объем финансирования нового варианта инвестиционной программы холдинга на 2006–2010 годы составил 3,1 трлн руб., в том числе: 2006 год – 180,0 млрд руб., 2007 год – 520,4 млрд руб., 2008 год – 753,6 млрд руб., 2009 год – 820,2 млрд руб., 2010 год – 825,5 млрд руб. Источники финансирования программы: собственные средства холдинга (28,3%), привлеченные средства (14,7%), эмиссия дополнительных акций (12,6%), плата за техническое присоединение (8,7%), средства от продажи активов (8,4%), средства федерального бюджета (7,2%), средства внешних инвесторов на проекты механизма гарантированных инвестиций (4,8%), перспективные проекты по увеличению инвестиционной программы (4,5%), целевые инвестиционные средства (1,2%), фонд накопления, накопленные собственные средства (0,2%), прочие (9,4%). При этом обеспеченность энергокомпаний собственными средствами зависит от степени либерализации рынка электроэнергии. Правительством было одобрено поэтапное увеличение доли электроэнергии, реализуемой по нерегулируемым ценам: в 2006 году – 5%, 2007 год – 15%, 2008 год – 30%, 2009 год – 60%, в 2010 году – 100% (Там же).

Сводная инвестиционная программа холдинга МРСК направлена на надежное текущее и перспективное энергоснабжение предприятий и населения.

Инвестиционная программа холдинга МРСК на 2010 год предусматривает строительство 12 194 км ЛЭП, ввод трансформаторных мощностей в объеме 7513 МВА и составляет 89 271 млн руб. без НДС (таблица 1).

Таблица 1

Сводная инвестиционная программа холдинга на 2010 год

Компания	Кап. вложения, млн руб.	Ввод основных средств, млн руб.	Ввод мощности	
			МВА	км
ОАО «МРСК Центра»	10 701	10 797	875	3209
ОАО «МРСК Северо-Запада»	2339	2248	205	456
ОАО «МРСК Урала»	4795	5165	478	1113
ОАО «МРСК Сибири»	4144	3846	473	1367
ОАО «МРСК Центра и Приволжья»	6974	6612	674	1295
ОАО «МРСК Волги»	4181	4479	477	733
ОАО «МРСК Юга»	3374	3115	281	425
ОАО «МРСК Северного Кавказа»	1713	1603	76	375
ИТОГО МРСК	38 221	37 883	3539	8973
ОАО «Ленэнерго»	12 387	13 106	704	693
ОАО «Тюменьэнерго»	6515	7014	747	251
ОАО «МОЭСК»	22 111	30 730	2045	1793
ОАО «Янтарьэнерго»	1136	1412	121	100
ОАО «Кубаньэнерго»	7543	6427	238	250
ОАО «Томская РСК»	429	367	2	58
ОАО «Тываэнерго»	67	156	10	15
ОАО «ЕЭСК»	787	1407	80	25

ОАО «Нурэнерго»	75	141	27	36
ИТОГО по холдингу МРСК	89 271	98 643	7513	12 194

Исходя из данных, представленных в таблице 1, наибольший объем инвестиций предполагается направить в ОАО «МРСК Центра» (10 701 млн руб.), наименьший – в ОАО «МРСК Северного Кавказа» (1713 млн руб.). Инвестиционная программа сформирована с учетом включения перечня объектов, необходимых для энергообеспечения подготовки и проведения Олимпийских игр в Сочи, с связи с чем предусмотрено строительство и реконструкция 15 объектов электроснабжения, в том числе развитие сетей 6–10 кВ и 110 кВ в зоне ответственности ОАО «Кубаньэнерго» (инвестиции составят 7543 млн руб.).

Таким образом, перспективное развитие электроэнергетики будет основываться на привлечении инвестиций и реализации инвестиционных проектов, соответствующих направлениям, заявленным в основных стратегических документах. Одним из наиболее существенных компонентов управления финансированием инвестиционных проектов и программ ТЭК служит выбор источников финансирования при формировании инвестиционного капитала.

Основными принципами формирования инвестиционного капитала являются следующие (Гукова и Вишенин, 2008):

- принцип соответствия стратегии формирования отдельных элементов инвестиционного капитала принципам общей стратегии предприятия;
- принцип обусловленности, который заключается в том, что все инвестиционные решения в области формирования объема и структуры инвестиционного капитала, его привлечения из различных источников в разнообразных формах оказывают прямое или косвенное воздействие на последующую эффективность его использования и результаты инвестиционной и текущей деятельности предприятия;
- принцип динамики процесса формирования инвестиционного капитала обусловлен постоянным изменением факторов внешней среды и в первую очередь – изменением конъюнктуры рынка капитала;
- принцип альтернативности при выборе объема, структуры инвестиционного капитала, источников его формирования и форм их привлечения;
- принцип корректировки, в соответствии с которым все управленческие решения в области формирования инвестиционного капитала требуют постоянной корректировки в зависимости от изменений внешней среды и целей самого инвестора.

Реализация вышеперечисленных принципов способствует сохранению устойчивого прогрессивного развития системы финансового управления инвестиционной деятельностью в условиях постоянно меняющейся внешней среды.

Процесс формирования инвестиционного капитала предприятия начинается с привлечения финансовых ресурсов, а соответственно – с выбора источников финансирования и разработки стратегии их привлечения. Сложность данного процесса обусловлена двойственной природой финансовых ресурсов. С одной стороны, они являются источниками финансирования материальных и нематериальных инвестиционных ресурсов (человеческих, природных, информационных, производственных); с другой – сами являются составной частью инвестиционных ресурсов, поскольку речь идет не обо всех финансовых ресурсах, а только о тех, которые могут быть использованы в инвестиционной деятельности с характерным для нее повышенным риском и, как правило, длительным периодом окупаемости.

Предприятие, использующее только собственный капитал, имеет наивысшую финансовую устойчивость (его коэффициент автономии равен единице), но ограничивает темпы своего развития (так как не может обеспечить формирование необходимого дополнительного объема активов в периоды благоприятной конъюнктуры рынка) и не использует финансовые возможности прироста прибыли на вложенный капитал. При этом предприятие, использующее заемный капитал, имеет более высокий финансовый потенциал

своего развития (за счет формирования дополнительного объема активов) и возможности прироста финансовой рентабельности деятельности, однако в большей мере генерирует финансовый риск и угрозу банкротства (возрастающие по мере увеличения удельного веса заемных средств в общей сумме используемого капитала).

Для повышения эффективности совокупного использования источников финансирования обычно используют эффект финансового рычага. Однако, на наш взгляд, стандартную методику расчета эффекта финансового рычага следует модифицировать с точки зрения анализа инвестиционной деятельности предприятия. Таким образом, полученный показатель назовем эффектом инвестиционного рычага.

Эффект инвестиционного рычага – приращение рентабельности инвестиций, получаемое благодаря использованию заемных средств, несмотря на платность последних.

Авторская методика определения эффективности привлечения заемных средств посредством выявления эффекта инвестиционного рычага включает следующие этапы:

1. Определение рентабельности инвестиций.
2. Нахождение плеча инвестиционного рычага:

$$(1) \quad ПИР = ЗСИ/ССИ;$$

где ПИР – плечо инвестиционного рычага;

ЗСИ – заемные средства, привлеченные для осуществления инвестиционной деятельности;

ССИ – собственные средства, направленные на осуществление инвестиционной деятельности.

Возрастание плеча инвестиционного рычага, с одной стороны, увеличивает величину эффекта инвестиционного рычага, с другой стороны – при большом плече ($ПИР > 2$) возрастает риск кредитора, который может привести к увеличению им ставки процента по кредитам, что снизит значение дифференциала. Таким образом, плечо рычага нужно регулировать в зависимости от величины среднего процента по кредитам.

3. Определение дифференциала:

$$(2) \quad Д = (1 - СНП) \times (ЭРИ - СРСП),$$

где Д – дифференциал;

СНП – ставка налога на прибыль;

ЭРИ – экономическая рентабельность инвестиций;

СРСП – средняя расчетная ставка процента по кредитам.

Следует заметить, что риск кредитора выражен именно величиной дифференциала: чем больше дифференциал, тем меньше риск, и наоборот. Значение дифференциала не должно быть отрицательным. Отрицательное значение дифференциала означает, что предприятие несет убытки от использования заемных средств в рамках инвестиционной деятельности.

4. Определение эффекта инвестиционного рычага:

$$(3) \quad ЭИР = ПИР \times Д,$$

где ЭИР – эффект инвестиционного рычага.

Если новое заимствование приносит увеличение ЭИР, то оно выгодно.

Эффект инвестиционного рычага по исследуемым МРСК представлен в таблице 2.

Таблица 2

Эффект инвестиционного рычага ОАО «МРСК Юга», ОАО «МРСК Центра и Приволжья», ОАО «МРСК Центра», ОАО «МРСК Сибири», ОАО «МРСК Урала» в 2008–2009 годах

Расчет ЭИР \ МРСК	ОАО «МРСК Юга»	ОАО «МРСК Центра и Приволжья»	ОАО «МРСК Центра»	ОАО «МРСК Сибири»	ОАО «МРСК Урала»
1	2	3	4	5	6
2008 год					
Рентабельность инвестиций, %*	1,68	2,74	4,36	2,36	2,3
Плечо инвестиционного рычага	2955613 (т.р.) / 1866720 (т.р.) = 1,5	19377121 (т.р.) / 39882968 (т.р.) = 0,49	2788400 (т.р.) / 6282600 (т.р.) = 0,44	12209733 (т.р.) / 31823296 (т.р.) = 0,38	6404304 (т.р.) / 27919480 (т.р.) = 0,23
Дифференциал	(1 - 0,2) x (0,0168 - 0,15) = -0,1	(1 - 0,2) x (0,0274 - 0,15) = -0,098	(1 - 0,2) x (0,0436 - 0,15) = -0,085	(1 - 0,2) x (0,02 - 0,15) = -0,104	(1 - 0,2) x (0,02 - 0,15) = -0,104
Эффект инвестиционного рычага	1,5 x (-0,1) = -0,15	0,49 x (-0,098) = -0,048	0,44 x (-0,085) = -0,037	0,38 x * (-0,104) = -0,0395	0,23 x (-0,104) = -0,02
2009 год					
Рентабельность инвестиций, %*	-3,62	0,89	1,93	-2	2,95
Плечо инвестиционного рычага	1557780 (т.р.) / 1289440 (т.р.) = 1,2	3579697 (т.р.) / 3068778 (т.р.) = 1,16	2418000 (т.р.) / 4111000 (т.р.) = 0,58	302800 (т.р.) / 3091600 (т.р.) = 0,09	1249100 (т.р.) / 2505600 (т.р.) = 0,49
Дифференциал	(1 - 0,2) x (-0,0362 - 0,14) = - 0,140	(1 - 0,2) x (0,0089 - 0,14) = -0,105	(1-0,2) x (0,0193 - 0,14) = -0,097	(1 - 0,2) x (-0,02 - 0,14) = -0,096	(1-0,2) x (0,0295 - 0,14) = -0,088
Эффект инвестиционного рычага	1,2 x (-0,140) = -0,168	1,16 x (-0,105) = -0,122	0,58 x (-0,097) = -0,056	0,09 x (-0,096) = -0,009	0,49 x (-0,088) = -0,043

* Источник: расчеты произведены автором посредством использования ППП Audit Expert.

Эффект инвестиционного рычага на всех МРСК за анализируемый период представляет отрицательные значения, что означает неэффективность использования менеджерами возможностей привлечения внешних источников финансирования из-за низких показателей рентабельности инвестиций на фоне высокой стоимости привлекаемых источников.

Предприятие, использующее только собственный капитал, имеет наивысшую финансовую устойчивость (его коэффициент автономии равен единице), но ограничивает темпы своего развития (так как не может обеспечить формирование необходимого дополнительного объема активов в периоды благоприятной конъюнктуры рынка) и не использует финансовые возможности прироста прибыли на вложенный капитал. При этом предприятие, использующее заемный капитал, имеет более высокий финансовый потенциал своего развития (за счет формирования дополнительного объема активов) и возможности

прироста финансовой рентабельности деятельности, однако в большей мере генерирует финансовый риск и угрозу банкротства (возрастающие по мере увеличения удельного веса заемных средств в общей сумме используемого капитала).

В доказательство вышеизложенного отметим, что в современных условиях наиболее распространенными вариантами финансирования инвестиционной деятельности предприятия являются использование его собственных и бюджетных средств, а привлечение кредитов и займов составляет незначительную величину. Однако такая ситуация не способствует стимулированию процесса модернизации основных фондов, реализации рискованных и долгосрочных проектов.

Рассмотрим структуру источников финансирования инвестиционной программы холдинга МРСК в 2009 году (таблица 3).

Наибольший удельный вес в структуре источников финансирования инвестиций холдинга МРСК в 2009 году составляют тарифные источники – 43%, что характеризует, что развитие холдинга в 2009 году Происходило за счет увеличения тарифных ставок и недостаточного использования привлеченных и заемных средств и, следовательно, возможностей эффекта инвестиционного рычага.

Таблица 3

Структура источников финансирования инвестиционной программы холдинга МРСК в 2009 году, млн руб. без НДС

Источники финансирования	2009 год	
	млн руб.	Доля в общем объеме финансирования
Тарифные источники	33 231	43
Плата за технологическое присоединение	21 706	28
Привлеченные и заемные средства	12 013	16
Прочие	9900	13
ИТОГО	76850	100

Поэтому на сегодняшний день в ТЭК складывается понимание того, что необходимо диверсифицировать источники формирования инвестиционного капитала и делать упор на акционерный капитал, долговое финансирование и прочие источники (таблица 4).

Таблица 4

Заемные и привлеченные источники формирования инвестиционного капитала	Долговое финансирование	Прочее
Вклады акционеров	Кредиты банков и синдикация	Государственное софинансирование (частно-государственное партнерство)
Выпуск акций	Кредиты акционеров	Лизинг оборудования
Привлечение капитала сторонних стратегических инвесторов	Выпуск облигаций	Финансирование инфраструктурными организациями
Привлечение капитала инвестиционных фондов	Кредиты и гарантии международных экспортных агентств	
	Кредиты подрядчиков и поставщиков	

В зависимости от сложности проекта, его стоимости и прочих факторов возможно использование как одного, так и портфеля источников, что предоставляет возможности по диверсификации рисков, оптимизации стоимости капитала и формирования пула инвестиционных ресурсов, отвечающего стратегическим инвестиционным целям компании.

Акционерный капитал, как один из источников финансирования инвестиций в сфере ТЭК, может иметь различные формы. Помимо непосредственного инвестирования собственных средств инициатора и участников проектов возможно привлечение средств сторонних акционеров на различных этапах инвестиционного процесса. Этими инвесторами могут выступать либо прочие стратегические инвесторы, либо специализированные фонды, заинтересованные в получении прибыли на инвестированный капитал. Партнеры могут привлекаться как на начальных инвестиционных фазах (и тогда они несут на себе те же инвестиционные риски, что и инициаторы проекта), так и на более поздних фазах. При этом инициаторам проекта предоставляется возможность реализации части своих акционерных долей по более высоким стоимостям.

Различные формы кредитования являются основными источниками инвестиционных средств для финансирования инвестиционных проектов и программ в сфере ТЭК. В связи с высокими потребностями в привлеченных инвестициях кредитование, как правило, становится возможным в результате комбинации усилий нескольких финансовых институтов, за счет чего привлекаются требуемые объемы финансирования, а банки-кредиторы эффективно распределяют между собой кредитные риски.

Основными параметрами кредитования в сфере ТЭК являются (Бадалов, 2008):

1. Льготный период кредитования. Из-за продолжительных сроков строительства объектов топливно-энергетической сферы финансовые институты предлагают заемщикам льготные условия предоставления кредитов на период от двух до трех лет. Во время строительства заемщик либо не платит процентов с их последующей капитализацией, либо выплачивает только проценты без погашения основной суммы долга.
2. Срочность кредитования. В связи с долгими сроками строительства и окупаемости объектов ТЭК кредиторы принимают на себя обязательства по предоставлению долгосрочных кредитов, не превышающих, как правило, сроков окупаемости проектов. Максимальные сроки кредитования инвестиционных проектов в сфере ТЭК составляют порядка 15 лет.
3. Обеспечение выплаты кредитов. Обеспечением могут выступать либо традиционные формы, как, например, залог оборудования или недвижимости, либо специфические активы, включая производимую продукцию (произведенную или планируемую к производству), либо выручка от сбыта, накапливаемая на специальных счетах (так называемые эскроу-счета).
4. Кредитный рейтинг заемщика. Для масштабного заемного финансирования проектов требуется наличие у заемщика кредитного рейтинга, определяемого одним из международных рейтинговых агентств, например Standard and Poors или Fitch. Чем выше рейтинг, тем больше возможностей по организации финансирования на привлекательных условиях.
5. Ограничения по выплате дивидендов в течение срока действия кредитного договора. Кредитор может наложить ограничения по выплатам дивидендов акционерам до окончания действия кредитных соглашений. Это условие способствует контролю со стороны кредиторов за использованием накапливаемых по проектам свободных денежных средств.
6. Прочие ограничения или специальные условия. Данные ограничения и условия могут касаться операционных и стратегических планов заемщика, к примеру, по расширению производства, диверсификации рынков сбыта или привлечению в проект новых партнеров.

Наиболее традиционным источником кредитования проектов ТЭК, несомненно,

является банковское кредитование, отличающееся такими характерными чертами, как возможность его рефинансирования в будущем, быстрые сроки выдачи кредитов и их относительно невысокая стоимость. При дорогостоящих проектах практикуется банковская синдикация, при которой объединяются средства нескольких банков для перераспределения рисков и предоставления заемщику возможности получения крупных кредитных ресурсов.

С учетом высоких потребностей компаний ТЭК в заемном финансировании стоимость привлеченных средств, а также их продолжительность существенным образом влияют на рентабельность инвестиций и играют важную роль в хозяйственных затратах. В этих условиях становится оправданной и экономически целесообразной деятельность по рефинансированию взятых ранее кредитов, когда компании получают возможности по улучшению условий финансирования: снижение процентной ставки, ослабление требований к обеспечению или гарантиям, удлинение сроков кредитования, понижение требований кредиторов к поддержанию денежных резервов или выплате дивидендов акционерам. Рефинансирование возможно, например, в рамках крупного инвестиционного проекта, для реализации которого привлекались кредитные средства банков под высокие процентные ставки из-за рисков начальных стадий проекта и неопределенностей с его осуществлением. В случае успешного завершения строительной фазы проекта и начала хозяйственных операций многие из инвестиционных рисков снижаются, что представляет возможности для рефинансирования взятых ранее кредитов на более привлекательных условиях (The global LNG Summit, 2006).

Таким образом, возможности реализации сформированной инвестиционной программы во многом зависят от адекватной оценки риска и от эффективности управления процессами привлечения финансовых ресурсов.

Список литературы

1. Бадалов А.Л. Принципы организации финансирования проектов топливно-энергетического комплекса // Финансы и кредит. 2008. № 32. С. 55–56.
2. Гукова А.В., Вишенин Д.А. Финансовые аспекты формирования инвестиционного капитала предприятия // Финансы и кредит. 2008. № 8. С. 43–48.
3. Материалы международной конференции «The global LNG Summit», Москва, 15–16 июня 2006 г.
4. Энергия развития: пятилетняя инвестиционная программа холдинга РАО «ЕЭС России» 2006–2010 гг.
5. О принятии Энергетической стратегии России до 2020 г. URL: <http://www.inmid.ru/ns-osndoc.nsf>.
6. Сайт РАО ЕЭС России: <http://www.rao-ees.ru>.
7. Сайт Холдинга МРСК: <http://www.holding-mrsk.ru>.