

***Кравченко Н.А.***

## **Поведение предприятий на рынке инвестиций**

Представления о рациональности поведения экономических агентов предполагают, что спрос на инвестиции, который отражает инвестиционные намерения предприятия, определяется перспективами развития предприятия и, соответственно, основан на его долгосрочной стратегии.

Для получения приближенной к действительности картины поведения российских предприятий в условиях переходной экономики необходим анализ процессов формирования спроса на инвестиции со стороны промышленных предприятий как (возможного) индикатора направлений структурной перестройки и адаптации предприятий к изменениям внешней среды хозяйствования.

Приступая к такой работе, необходимо учитывать, что модели поведения предприятий в кризисных условиях формировались, прежде всего эмпирическим путем, и являются в настоящее время недостаточно исследованной областью. Следует отметить вклад таких ученых, как Аукуционек С.П., Браверман А.А., Вигдорчик Е.А., Долгопятова Т.Г., ряда других авторов, которые проводят исследования мониторингового типа, направленные на сбор и анализ фактологического материала по поведению предприятий в переходной экономике. Методологической слабостью (или особенностью) данного подхода, которая, безусловно, присуща и нашей работе, являются трудности сопоставления довольно разнородных данных, и сильная зависимость полученных результатов от состава выборки и позиции автора.

### ***Информационная база исследования***

Основу данного анализа составляет исследование поведения предприятий на рынке инвестиций, которое опирается на ситуационный анализ, использованный при проведении приватизации, на бизнес-диагностику и мониторинг деятельности группы сибирских предприятий (около 100) в течение 1993 – 1998 гг. Наиболее полная информация была собрана по группе 35 предприятий Западной и Восточной Сибири, которые выступали объектами углубленного мониторинга[1]. Основные характеристики этой группы предприятий приведены в табл.1. Кроме того, еще около 60 предприятий были объектами исследований, связанных с отдельными проблемами или блоками системы управления.

**Таблица 1**

#### ***Основные характеристики обследованных предприятий***

Характеристика	Количество предприятий
Организационно-правовая форма	
открытое акционерное общество	27
закрытое акционерное общество	5
товарищество	1
государственное предприятие	2
Численность занятых	
менее 500	5
от 500 до 1000	12

от 1000 до 3000	13
более 3000	5
Отраслевая принадлежность	
Пищевая промышленность	8
Легкая промышленность	6
Строительство	4
Машиностроение	11
Металлургия	3
Энергетика	1
Другие	2

Одна из целей проводимого мониторинга — изучение процессов формирования инвестиционной политики и стратегии предприятий различных форм собственности, отражение изменений в этой области, которые имманентны периоду перехода от государственного предприятия в качестве основной экономической единицы к многообразию негосударственных форм предприятий.

Поскольку к настоящему времени уже накоплен определенный фактологический материал, мы считаем возможным исследовать не только существующие в настоящее время стратегии развития предприятий, но и попытаться показать, какие возможные направления развития предприятий являются вероятными при условии удовлетворения спроса на инвестиции, предъявляемого со стороны реального сектора.

### ***Исходные гипотезы***

1. В условиях сокращения спроса на традиционную продукцию предприятия испытывают острую потребность в инвестиционных ресурсах, необходимых для структурной перестройки производства, освоения новой продукции и выхода на новые рынки, а руководители предприятий активно ищут инвесторов.
2. Наиболее существенное значение в повышении конкурентоспособности предприятий и эффективности производства имеют инвестиции в основной капитал, которые являются источником повышения его технического и технологического уровня.
3. Приватизация предприятий открывает им доступ к источникам частного капитала как отечественного, так и иностранного, с которыми связаны более эффективные (по сравнению с централизованными) механизмы селекции направлений инвестирования, аккумуляции средств и контроля за реализацией инвестиций.

### ***Проверка***

### ***гипотез***

*Гипотеза 1. Потребность в инвестициях, инвестиционные цели и поиск инвесторов.*

Для большинства промышленных предприятий резкое изменение внешней среды функционирования выступило в качестве катализатора проявления ряда проблем, накопившихся в течение длительного периода устойчивого состояния. Среди такого рода проблем — экстенсивный характер развития, который проявлялся в стремлении вовлечь в оборот все большее количество ресурсов, росте материалоемкости и капиталоемкости продукции; пренебрежении интересами потребителей в результате отсутствия спросовых ограничений; слабой восприимчивости к инновациям; низкой эффективности капитальных вложений.

Кроме проблем, которые существовали и раньше в латентном виде, во время трансформационного периода предприятия столкнулись с новыми, ранее неизвестными, в частности:

- либерализацией цен, приведшей к росту затрат, прежде всего за счет увеличения в цене конечной продукции доли топлива и энергии;
- нарушением хозяйственных связей с поставщиками сырья, материалов и комплектующих;
- либерализацией внешнеэкономической деятельности, что открыло границы для более конкурентоспособной импортной продукции;
- потерей рынков Восточной и Центральной Европы и бывших союзных республик;
- утратой оборонного заказа и гарантированного сбыта продукции.

Совокупное действие этих и ряда других факторов привело к резкому сокращению платежеспособного спроса на традиционную, или профильную для обследованных предприятий продукцию. По нашей группе предприятий совокупное сокращения выпуска традиционной продукции в натуральном выражении составило, по оценкам руководителей, от 30% (пищевая промышленность) до 100% (электроника).

Концентрированным выражением этих проблем стало существование избыточного производственного потенциала на большей части предприятий как относительно текущего спроса, так и относительно возможностей реструктуризации.

Если в плано-регулируемой экономике можно было с определенной степенью точности оценить минимально требуемый объем инвестиций (простое или расширенное воспроизводство имеющихся основных фондов на основе использования норм амортизации и запланированных объемов производства), то в переходной экономике существование избыточных производственных мощностей и снижающийся спрос резко ограничивают применение аналогичного подхода. Выполнение плановых показателей по объемам производства определенной номенклатуры продукции являлось главной целью государственных предприятий. При этом как объемы производства, так и номенклатура продукции утверждались вышестоящими органами управления — “спускались сверху”. Соответственно и целями осуществления производственных капиталовложений было создание новых производств или увеличение объемов выпуска традиционной продукции.

Коммерциализация деятельности предприятий, передача управления частным собственникам предполагала изменение основных целей и моделей поведения предприятий, формирование стратегий деятельности, ориентированных на получение прибыли за счет удовлетворения потребительского спроса. Такие стратегии опираются на самостоятельное осуществление инвестиционных решений, поддерживающих их достижение.

Существующая стратегия предприятия не обязательно должна быть сформирована в виде некоторого плана, подкрепленного мероприятиями. Существуют другие виды стратегии, например, “предпринимательская”, которая не является структурированной и не формулируется в явном виде.

Большинство предприятий, с которыми мы работали, не имеет формализованной стратегии, а руководители испытывают определенные затруднения при попытках выразить стратегию своего предприятия через свод целей, норм, правил. Однако это не означает, что стратегии не существует. Именно инвестиционное поведение предприятий, являясь в значительной степени более наблюдаемым, позволяет предполагать не только существование некоторой стратегии, но и с определенной степенью вероятности судить о будущем возможном состоянии предприятия.

Для получения представления об инвестиционных целях предприятий мы использовали данные, полученные в ходе интервьюирования руководителей, а также инвестиционные проекты, разработанные предприятиями.

Руководители исследуемой нами группы предприятий наиболее часто в качестве целей привлечения инвестиций называли:

- загрузку производственных мощностей;
- сохранение рабочего коллектива;
- увеличение объемов продаж;
- улучшение финансового состояния;
- развитие производства.

Имеет смысл подчеркнуть, что формулирование цели привлечения инвестиций руководителем предприятия носит достаточно субъективный характер, может быть поэтому мотив прибыли выражен в неявной форме.

Мы использовали следующую типологию потребности в инвестициях по уровню идентификации:

- неидентифицированная — инвестиции рассматриваются как деньги, которые всегда нужны;
- потребность осознана вербально — нужны инвестиции для достижения цели, поставленной в самом общем виде: для расширения производства, приобретения новой техники и т.п.;
- инвестиционное предложение — требуется определенная сумма денег (конкретное количество) для конкретной цели;
- инвестиционный проект — в рассмотрение включается прогноз производства и сбыта, производится распределение требуемых финансовых ресурсов по срокам их использования, делаются расчеты окупаемости и эффективности вложений, оцениваются риски, связанные с вложением;
- бизнес-план — комплексный план развития предприятия (бизнеса), в котором потребности в инвестициях являются составным элементом системы управления предприятием;

• стратегический план — предлагается система взаимодополняющих проектов или планов, которые являются частью долгосрочной стратегии развития предприятия, часть этих проектов уже воплощается, известны источники инвестиций. Разработка и реализация инвестиционной политики является одной из основных специализированных функций системы управления предприятием.

В соответствии с таким подходом, уровень идентификации потребности в инвестициях по нашей группе выглядит следующим образом:

Уровень идентификации	Число предприятий
Неидентифицирован	4
Вербальный инвестиционное предложение	10
инвестиционный проект	20
бизнес-план	13
стратегический план	7
	0

Такая типология, безусловно, не является единственно возможной, и существуют разнообразные точки зрения на возможные определения приведенных понятий, однако мы считаем важным выделить в качестве основного признака отдельных категорий — глубину проработки и обоснования спроса на инвестиции. Именно это служит базой для диалога с инвестором, позволяя ему в той или иной степени оценивать ожидаемую доходность и риски, связанные с вложениями ресурсов в данное предприятие.

Почти все предприятия группы демонстрировали потребность во внешних инвестициях. Около 60% предприятий группы имеет бизнес-планы и инвестиционные проекты, которые были неоднократно представлены инвесторам. Не оценивая качества подготовки этих документов, отметим их явную производственную направленность — инвестиции требуются для приобретения нового оборудования, строительства производственных и вспомогательных объектов, ввода производственных линий.

Общей чертой практически всех представленных проектов является недостаточная проработка вопросов маркетинга — предприятия плохо представляют себе состояние рынка сбыта продукции, которая должна производиться на новом оборудовании, требования и предпочтения потребителей, возможности продвижения продуктов.

Только три предприятия из обследованных заказывали проведение маркетинговых исследований при разработке инвестиционных планов. Это предприятия пищевой и легкой промышленности, наиболее близкие к конечным потребителям.

Наиболее сложное положение у машиностроительных предприятий, чьи традиционные потребители и заказчики утрачены. В отличие от производств, ориентированных на потребительский рынок, машиностроительные предприятия вынуждены осуществлять почти полную смену ассортимента выпускаемой продукции, в том числе смену профиля и отрасли. В то же время при выборе вариантов нового ассортимента они оказались в информационном вакууме, который заполняется случайным образом.

Как показывают проделанные нами исследования и приобретенный практический опыт, многие предприятия, которые осуществляли инвестиции, не придерживались разработанных бизнес-планов, используя их как рекламный материал для очередного инвестора.

Для того, чтобы иметь возможность сравнивать разнообразные стратегии, мы воспользовались известной матрицей продукт/рынок (табл.2). В данной таблице обобщены фактически осуществленные в течение 1993 – 1997 гг. инвестиции по обследованной группе предприятий. Количество инвестиционных проектов не совпадает с количеством предприятий, так как часть из них не осуществляла инвестиций, а часть осуществила несколько проектов.

**Таблица 2**  
**Стратегия развития товар-рынок**

Количество инвестиционных проектов	Традиционный продукт	Новый, связанный с традиционным	Новый, не связанный с традиционным	Всего
Традиционный рынок	А 8	Б 9	В 4	21
Новый, связанный с традиционным	Г -	Д 1	Е -	1
Новый, не связанный с традиционным	Ж 1	З 4	К 7	12
Всего проектов	9	13	11	33

Безусловно, состав обследуемой группы предприятий накладывает ряд ограничений на интерпретацию полученных результатов. Для того, чтобы получить большой массив данных, мы подготовили аналогичную таблицу по инвестиционным проектам, намеченным к реализации в рамках Федеральной комплексной целевой программы «Сибирь». Среди всего множества проектов мы выбрали проекты обрабатывающей промышленности, представленные предприятиями.

**Стратегия развития товар-рынок (ФЦКП «Сибирь»)**

Количество инвестиционных проектов	Традиционный продукт	Новый, связанный с традиционным	Новый, не связанный с традиционным	Всего
Традиционный рынок	А 32	Б 39	В 3	74
Новый, связанный с традиционным	Г -	Д 10	Е 1	11
Новый, не связанный с традиционным	Ж 3	З 21	К 14	38
Всего проектов	35	70	18	123

Как можно заметить, основные инвестиционные приоритеты по обеим группам проектов довольно близки.

Наибольшее количество проектов направлено на производство новых, но связанных с ранее выпускаемыми продуктами на традиционных рынках, например, выпуск молочными заводами кетчупа, майонеза, мелкая фасовка ранее выпускаемых продуктов.

Следующая крупная группа – традиционный продукт на традиционном рынке. Сюда попали довольно разнородные проекты, связанные либо с расширением выпуска продукции, либо с мероприятиями по совершенствованию технологии, что предполагает конкурентоспособную продукцию и наличие платежеспособного спроса. В то же время, в этой группе есть иные проекты, направленные на «восстановление производства» и «поддержку предприятия».

Другая крупная группа проектов направлена на создание новых, но связанных с традиционными продуктами и выход на новые рынки, как правило, либо рынки потребительских товаров (типично для оборонных предприятий), либо зарубежные рынки, либо смена оптовых потребителей на розничных. Например, перепрофилирование гидролизного завода на производство ликеро-водочной продукции.

Теоретически, наиболее устойчивый доход приносит деятельность в квадрате А. Однако в наших условиях ситуация принципиально иная — этот квадрат отражает пассивную стратегию, которая либо не приводит к успеху без государственной поддержки, либо отражает условия монополии производителя. Единственный, по нашему мнению, вариант успеха на традиционных рынках с традиционным продуктом в условиях сокращающегося спроса — это резкое сокращение издержек. Реализация этого направления, хотя и осуществляется, но не затрагивает пока организации производства (происходит уменьшение бремени социальной и бытовой инфраструктуры). Более того, сокращение объемов производства при сохранении величины производственных мощностей приводит к росту себестоимости единицы продукции.

Более рискованно движение по направлению к квадрату К (диверсификация). Надо сказать, что больше половины предприятий нашей группы пытались производить новые продукты на новых рынках. Однако только для небольшого числа предприятий такая стратегия оказалась успешной, основная же часть предприятий вернулась к производству (хотя и в сокращенных объемах) традиционной продукции с некоторыми элементами квадратов Г и Б, то есть к более знакомым рынкам и продуктам.

При исследовании направленности фактически реализованных инвестиций, мы обнаружили определенную отраслевую зависимость.

Предприятия сырьевой группы в большей степени ориентировались на юго-запад (Г, Ж), продвигая традиционную продукцию на новые рынки, прежде всего зарубежные.

Машиностроительные предприятия демонстрировали наибольший разброс, при этом в рамках одного и того же предприятия осуществлялось одновременно несколько различных проектов. Именно предприятия машиностроения наиболее часто пытались производить новую продукцию для новых рынков.

Предприятия отраслей, ориентированных на конечный потребительский спрос (легкая и пищевая) большую часть инвестиций осуществляли в северо-западном углу (А, Б, Г, Д).

Таким образом, если предложенные предприятиями инвестиционные проекты будут осуществлены, то большая часть предприятий сохранит присутствие на традиционных рынках с традиционной либо связанной с традиционной продукцией, и меньшая часть

предприятий ориентируется на производство новых продуктов. Следовательно, цели предприятий – потенциальных реципиентов инвестиций связаны преимущественно с поддержанием или некоторым изменением сложившейся номенклатуры продукции, и в определенной степени не привязаны к существующей рыночной конъюнктуре. Устойчивость номенклатуры продукции, в свою очередь, определяется имеющимися производственными мощностями, освоенными технологиями и квалификационной структурой работников. Попытки разорвать этот замкнутый круг в большей степени носят вынужденный характер и типичны прежде всего для предприятий, полностью или значительно утративших потребителей традиционной продукции, но сохранивших производственные мощности и кадры. Например: производство стеклянных бутылок на заводе, производившем телевизоры; производство лапши на оборонном предприятии.

Изложенное выше, таким образом, не дает оснований признать, что произведенные инвестиции, а также инвестиционные намерения предприятий послужат источником радикальной структурной перестройки.

Что касается активности предприятий в поиске источников инвестиций, то она оказалась заметно ниже предполагаемой. Отметим, что во время встреч с руководителями проявились существенные расхождения в восприятии самого понятия «инвестиции». Довольно часто мы встречали понимание инвестиций как денег, которые предоставят в распоряжение предприятия инвесторы, а не как выполнение некоторых обязательств перед инвестором, выполнение которых предполагается, в том числе требований возвратности, платности, срочности

Среди предприятий нашей группы оказались представлены различные варианты отношений руководителей с потенциальными инвесторами, которые мы условно обозначили следующим образом:

Позиция руководителей предприятия по отношению к частным инвесторам	Число предприятий
Негативная – руководитель не идет на контакт с возможным инвестором. «Нам не надо инвестиций», «Мы не дадим никакой информации о себе», «Вы охотитесь за нашими коммерческими тайнами»	4
Пассивная – руководитель идет на контакт, инициированный посредником или инвестором, демонстрирует готовность сотрудничать, но не может организовать продолжение контактов. «К нам приходили представители инвесторов, просили подготовить бизнес-план, но мы сами не можем его сделать, а заказывать его у консультантов дорого...»	15
Доброжелательная – руководитель использует возможности, поступающие извне, поддерживает отношения с различными потенциальными инвесторами, представляет себе возможные цели инвесторов и готов на диалог. «Мы участвовали в конкурсе проектов на получение иностранного	11



кредита, хотя кредита не получили, опыт оказался очень полезным»	
Активная – руководитель выступает инициатором контактов, обладает необходимой информацией, имеет, как правило, опыт плодотворного контакта, и заинтересован в определенном типе инвесторов. «У нас давние связи с фирмой-инвестором, и наше сотрудничество будет расширяться»	5

Для нас оказалось неожиданностью, что только три предприятия самостоятельно и по собственной инициативе занимались поиском возможных инвесторов, а подавляющая часть предприятий, даже занимающих активную позицию, вступали в диалог с возможным инвестором, разрабатывали и продвигали свои инвестиционные проекты и бизнес-планы либо по инициативе самого инвестора, либо посредника, либо откликались на поддержку местной администрации.

Все предприятия группы имеют опыт переговоров с инвесторами, как отечественными, так и иностранными. Однако внешние инвестиции в той или иной форме получены менее чем 10% предприятий, остальные предприятия не смогли найти взаимоприемлемых форм отношений с инвесторами. Руководители большей части обследуемых предприятий настороженно или пассивно относятся к появлению внешних инвесторов, воспринимая их не как равноправных долгосрочных партнеров, а либо как представителей конкурентов, собирающих коммерческую информацию, либо как агрессоров, стремящихся к контролю над продуктовыми и денежными потоками предприятия. Подчеркнем, что одновременно происходит возрастание осторожности инвесторов, которые уже понесли потери от невозврата кредитов, неоплаты поставок, вычеркивания из реестра акционеров и так далее.

Таким образом, исходную гипотезу об инвестиционном голоде и активном поиске инвесторов нельзя считать бесспорной.

*Гипотеза 2. Необходимой основой устойчивого развития предприятия являются инвестиции в основной капитал.*

Мы попытались оценить результативность различных типов инвестиций по основной группе предприятий. Это было нелегко, так как определить величину инвестиции и выделить ее вклад в общий результат можно было лишь приблизительно, а доступные нам данные финансовой отчетности оставляли впечатление по меньшей мере неполноты. Тем не менее мы посчитали возможным оценивать совокупные результаты инвестиционной деятельности с точки зрения финансового состояния предприятия и его рыночной позиции. Для анализа динамики финансового состояния использовались показатели платежеспособности и ликвидности, изменения в источниках финансирования, показатели балансовой и чистой прибыли, рентабельности основных производств и т.д.

Рыночная позиция характеризовалась динамикой объема реализации, занимаемой долей рынка, изменением спроса на продукцию, конкурентоспособностью продукции, развитием товаропроводящих сетей и т.д.

Крупные по объемам инвестиции, как правило, были связаны с незавершенным строительством производственных и непромышленных объектов: продолжалось строительство жилых домов, возводились новые производственные помещения,

приобреталось и монтировалось новое оборудование. Такого рода инвестиции осуществляли, насколько нам известно, семь предприятий группы. Непосредственным результатом осуществления крупных инвестиций в условиях сокращающегося платежеспособного спроса и избыточных производственных мощностей стало ухудшение финансового состояния указанных предприятий. Только два предприятия, осуществившие приобретение основных фондов, не ухудшили своего финансового состояния, одно из которых приобрело оборудование для фасовки и упаковки своей продукции, а другое смогло расширить свою рыночную нишу за счет параллельных инвестиций в развитие товаропроводящих сетей.

Предприятия, которые упрочили свои финансовые и рыночные позиции, осуществляли инвестиции преимущественно в сферу маркетинга – анализ рыночной конъюнктуры, создание каналов продвижения продукции и стимулирование продаж, упаковку, рекламу и т.п.

Таким образом, в наших условиях большую результативность продемонстрировали относительно небольшие инвестиции, направленные преимущественно на развитие маркетинговой деятельности, а не на обновление основного капитала.

*Гипотеза 3. Частный капитал является привлекательным источником инвестиций, несущим более эффективные механизмы отбора, контроля и результатов инвестиций*

Хотя разнообразие возможных источников инвестиций увеличивается, руководители и специалисты предприятий недостаточно хорошо представляют себе требования, присущие различным типам инвесторов, и недооценивают затраты, которые связаны с привлечением того или иного источника.

Предпочтения по способам финансирования инвестиций по группе обследованных предприятий выглядят следующим образом (в порядке убывания приоритетов):

- льготные государственные кредиты;
- кредиты западных партнеров;
- банковские кредиты;
- эмиссия акций с привлечением крупного инвестора.

Отметим, что часто руководители подчеркивали желательность привлечения «льготного» кредита, однако определить приемлемый для предприятия диапазон процентных ставок было затруднительно, в любом случае он предполагался более низким, чем существовавший на региональном рынке в текущей ситуации.

Ни одно из предприятий не предполагало использовать в качестве источника инвестиций эмиссию облигаций или акций для мелких инвесторов.

Надо сказать, что представители производственных предприятий не обладают оперативной информацией о доступных на данной территории или в рамках данной отрасли источниках инвестиций, а также об инвестиционных целях потенциальных инвесторов. Большинство обследованных предприятий получало информацию о существовании потенциальных инвесторов либо от представителей региональной

администрации, либо в результате визитов сотрудников инвестиционных компаний-посредников или возможных инвесторов.

Ресурсы государственного бюджета и бюджетов субъектов Федерации остаются наиболее привлекательными для приватизированных предприятий. Примерно 15% из обследованных предприятий получало бюджетные инвестиции в рамках реализации федеральных программ (в урезанном виде и на 1-2 года позже намеченных сроков).

Отметим, что на фоне снижения роли федерального центра в качестве источника инвестиций происходит усиление инвестиционной активности со стороны региональных органов власти, которая оказывала поддержку отдельным предприятиям.

Для обследуемой группы предприятий иностранные инвесторы оказывают какое-либо влияние на деятельность предприятий только в пяти случаях: в двух случаях они влияют на выбор поставщиков и потребителей продукции, еще в трех были созданы производства сборочного типа. Для работы на этих производствах был отобран наиболее квалифицированный персонал, соблюдались западные стандарты качества. Однако во всех случаях в производстве участвовало небольшое число работников, а собираемые изделия не отличались технической новизной.

Может быть, более важную роль играют иностранные инвестиции, привлекаемые в рамках межгосударственных программ поддержки реформ, таких как TACIS, USAID, многие другие. Однако процесс этот довольно медленный, а его оценки неоднозначны. Характерна оценка деятельности региональных венчурных фондов<sup>[2]</sup>, сделанная западными специалистами: наиболее успешно действующие фонды смогли осуществить по три вложения за два года деятельности, а менее успешные — ни одного.<sup>[3]</sup> В качестве одной из основных причин такого положения западные специалисты рассматривают неготовность российских руководителей к восприятию отношений собственности в результате сформировавшихся традиций деятельности в рамках мягких бюджетных ограничений.

Мы не считаем такое объяснение исчерпывающим. Определенные препятствия для расширения прямых инвестиций в российские предприятия заложены в самом механизме осуществления программ технической помощи, которые опираются на государственные средства и соответствующие длительные и дорогостоящие процедуры анализа, оценки, согласования и одобрения их предоставления.

Отсутствие крупных иностранных инвестиций у предприятий группы не означает, по нашему мнению, что этот источник не увеличит своего значения в будущем.

Возможность использовать банковские кредиты в качестве инвестиционного ресурса доступна только для узкого круга крупных и прибыльных предприятий. На начальном этапе трансформационного периода относительно немногочисленная группа предприятий имела возможность выступить в роли учредителей банков, а также в роли инвесторов, размещающих свои средства в различных финансовых активах. К числу таких предприятий относились крупные предприятия с большим оборотом средств, предприятия-монополисты и предприятия, осуществляющие внешнеэкономическую деятельность. Довольно часто крупные предприятия создавали свои “карманные” банки, которые были предназначены для обслуживания узкого круга учредителей. Соответственно интересы учредителей преобладали над интересами банка как независимого экономического агента. Схожие процессы происходили и на уровне региональных органов власти, создававших свои зависимые банки. Как показали

последующие несколько лет, зависимые банки являются зоной риска, и чем более тесные связи устанавливаются у них с предприятиями-учредителями, тем больше вероятность для банка попасть в тяжелое финансовое положение.

Среди нашей группы четыре предприятия являлись акционерами местных банков. К сожалению, эти банки не дожили до наших дней.

Большинство предприятий нашей группы не использовали банковских кредитов в качестве инвестиционных ресурсов прежде всего в результате расхождения в оценках приемлемых сроков ссуд и уровней процентных ставок. Тем не менее два предприятия получили долгосрочные кредиты.

Что касается возможностей, связанных с привлечением инвестиций с помощью механизмов рынков ценных бумаг, то для нашей группы предприятий они оказались непривлекательными. Частично это связано с тем фактом, что наши акционерные общества являются корпорациями лишь по форме, ни по масштабам деятельности, ни по количеству занятых, ни по формам взаимодействия, реализуемых в системе управления (менеджер-собственник) не являются корпорациями, а представляют собой единоличное владение, товарищество, некоторые размытые и промежуточные формы — особенно явно прослеживается отсутствие корпоративного управления и культуры при общении руководителей с возможными инвесторами. Другим фактором, снижающим привлекательность новых эмиссий, является неразвитость самого фондового рынка и связанные с этим высокие риски размещения новых эмиссий и высокие транзакционные издержки. Однако наше утверждение о непривлекательности фондового рынка в качестве источника инвестиций относится прежде всего к нашей группе предприятий, и мы не разделяем распространенного в последнее время мнения о бесперспективности рынков ценных бумаг.

Часть предприятий группы имеют опыт рыночного обращения своих ценных бумаг. До конца 1997 г. акции пяти предприятий устойчиво обращались на рынке, при этом сделки по акциям трех предприятий осуществлялись не только на региональном, но и на московском рынке. Акции еще четырех предприятий пользовались коротким ажиотажным спросом при попытках агрессивной скупки со стороны внешних инвесторов. Однако акции большинства предприятий группы вообще не имели рыночного хождения, сделки совершались в основном между инсайдерами.

Среди предприятий группы одно имело опыт успешной эмиссии обыкновенных акций, а одно — неудачной.

Среди причин, в силу существования которых большинство предприятий не использовало новые эмиссии ценных бумаг в качестве источника инвестиций в наиболее благоприятные для этого 1995 — 1996 гг., одинаково важны как особенности незрелого рынка, так и инерционность поведения приватизированных предприятий.

Отметим наиболее заметные препятствия для расширения новых эмиссий:

- продолжается передел собственности, который осуществляется преимущественно на вторичном рынке;
- фондовый рынок является профессиональной сферой деятельности — это рынок посредников, поэтому попытки отдельных производственных предприятий в течение 1993-94 гг. самостоятельно осуществить выпуск и размещение ценных бумаг были неудачными и привели к разочарованию;

- рынок недостаточно развит — нет большого разнообразия инструментов, недостаточно квалифицированных посредников — инвестиционных институтов, что приводит к довольно высоким затратам для проведения эмиссии, которые под силу только крупным предприятиям;
- у приватизированных предприятий практически нет кредитной истории и нет рыночной оценки, что не позволяет установить “справедливую рыночную цену” на его ценные бумаги;
- руководители предприятий не готовы делиться собственностью и контролем с возможными инвесторами.

Естественно, что крушение фондового рынка в 1998 г. надолго заморозило перспективы привлечения инвестиций, связанные с публичными выпусками ценных бумаг, но в то же время сохраняются возможности частного размещения.

В числе новых явлений, получивших распространение в последние три года, надо отметить появление в качестве стратегических инвесторов российских предприятий-партнеров и инвестиции со стороны “нового” торгового капитала.

Теоретически, в наиболее развитой форме такой источник инвестиций должен проявиться в рамках финансово-промышленных групп. Исследования инвестиционных возможностей различных типов ФПГ позволяют предполагать, что именно они могут стать структурной основой российской экономики. Одно из предприятий нашей группы было приобретено более крупной организацией в рамках одной отрасли, что сопровождалось чрезвычайно болезненным столкновением интересов акционеров и руководителей. Еще два предприятия являются формально участниками отраслевых холдингов, созданными в процессе приватизации, однако и в одном из этих случаев не удалось избежать конфликта интересов между руководством материнской компании и «дочкой». Мы считаем, что можно ожидать роста количества слияний и поглощений по мере стабилизации финансового положения предприятий.

Вплоть до настоящего времени основная часть предприятий нашей группы, которые осуществляли инвестиции, использовала для их финансирования собственные средства. Есть некоторые основания предполагать, что в качестве собственных средств руководители предприятий склонны рассматривать и товарные кредиты своих поставщиков, и средства дочерних и зависимых предприятий, и некоторые другие источники.

Оценка инвестиций с точки зрения инвесторов определяется степенью достижения инвестиционных целей. Целью многих инвесторов, и не только иностранных, является получение доступа на местный рынок. Оценка эффективности инвестиций для предприятия опирается на его систему целей, — а это, по нашему мнению, чрезвычайно размытое понятие для предприятий переходного периода. Использование инвестиционных кредитов для выплаты заработной платы, вероятно, представляется эффективным для снижения социального напряжения в трудовом коллективе, а использование средств инвесторов в личных целях руководителей предприятий является скорее нормой переходного периода, чем исключением из правил.

Получившие широкое распространение в научной и методической литературе, обеспеченные многочисленными компьютерными программами, методы инвестиционного проектирования и анализа являются для отечественных предприятий, как показывает наш опыт, скорее инструментами обоснования, а не принятия инвестиционных решений. Основанные на прогнозных оценках, они, естественно, определяются точностью этих

оценок, что в условиях высокой неопределенности делает полученные результаты весьма условными.

Что касается возможностей контроля за использованием и реализацией инвестиций со стороны частного капитала, то для исследуемого массива предприятий характерно отстранение от контроля за использованием инвестиций не только частных индивидуальных инвесторов (мелких акционеров), но и институциональных — предоставляющих кредиты или приобретающих пакет акций. Однако далеко не всегда это проявление злой воли руководителей — большая часть предприятий группы использует методы учета, на основании которых практически невозможно выделить вклад отдельных составляющих в результаты хозяйственной деятельности.

Стремясь приобрести контроль над своими средствами, региональные банки в качестве условия выдачи долгосрочных кредитов, как правило, требуют перевода к себе счетов предприятия-заемщика. Инвесторы, не являющиеся банковскими учреждениями, фактически не имеют возможностей контроля. Естественное право инвестора — право на информацию о состоянии своих инвестиций, хотя и провозглашено в ряде законов и постановлений, либо не реализуется, либо реализуется в усеченном виде — раз в год на общем собрании в форме и объеме, определяемых руководством предприятия.

Таким образом, можно сделать вывод, что формирование рыночных механизмов предложения инвестиционных ресурсов в переходном периоде развивается в некотором отрыве от развития спроса на инвестиции со стороны предприятий, а возможности осуществления инвестиций, создаваемые частным капиталом, не являются достаточно привлекательными для предприятий.

### ***Выводы***

Проведенные обследования показывают, что значительная часть проблем адаптации производственных предприятий к меняющимся условиям внешней среды связана не только с недостатком инвестиций, но прежде всего с отсутствием стратегии развития.

Отметим, что как уже осуществленные инвестиции, так и инвестиционные намерения предприятий не показывают изменений в производственной направленности инвестиций. Возможно, это связано с особенностями наиболее распространенной среди данной группы модели корпоративного управления, для которой характерно преобладание краткосрочных целей над долгосрочными, неразвитость стратегии управления.

В условиях переходного периода плановый горизонт резко сужается, так что основой для предъявляемого спроса на инвестиции со стороны производственных предприятий во многом становятся ранее осуществленные (имеющиеся производственные мощности) или незавершенные инвестиции (незавершенное строительство).

Инвестиционное поведение предприятий направлено на поддержание существующего производственного аппарата: имеющихся мощностей, освоенных технологий. Инерционность системы препятствует формированию новых, эффективных производств. Можно сказать, что формы привлечения инвестиций быстрее становятся рыночными, чем направления их использования.

Полученные результаты позволили выделить ряд особенностей, общих для наблюдаемой группы предприятий, связанных с процессами формирования спроса на инвестиции:

- Низкий уровень идентификации потребности в инвестициях. С скромная величина инвестиций — требуемые объемы инвестиций относительно невелики, и составляют по основной группе предприятий от 10% до 50% от уставного капитала.
- Формальный характер потребности, что проявляется, в частности, в отсутствии корректировок во времени однажды разработанных проектов.
- Недостаточное владение информацией о доступных источниках финансирования инвестиций, необходимых для этого условиях, и слабое представление о целях инвесторов.
- Направления использования инвестиций большая часть руководителей предприятий связывает с диверсификацией продукции или производства, при этом ее основой выступают имеющиеся мощности, а не состояние рыночной конъюнктуры.

Для привлечения инвестиций актуальными остаются способы, не связанные с рыночными принципами обязательной возвратности, платности, альтернативности вложений. Тем не менее нельзя безоговорочно утверждать, что приватизированные предприятия продолжают оставаться инерционным сектором экономики, который склонен воспроизводить ранее сложившиеся механизмы.

Приблизительно с 1996 г. происходит усиление дифференциации между поведением предприятий, ориентированных на активные или пассивные стратегии адаптации, за счет сокращения преобладавшего ранее широкого спектра промежуточных вариантов. Активизация стратегической деятельности подтверждается также усилением влияния инвесторов и акционеров, формированием стратегических союзов и ускорением смены руководителей. Параллельно проявляются стремления взаимного приспособления инвесторов и реципиентов инвестиций — предприятий, в результате которого вырабатываются наиболее удобные и эффективные направления взаимодействий, происходит усложнения форм и методов финансирования инвестиций, увеличение разнообразия их источников. Данный процесс сопровождается и изменениями в мотивах и целях руководителей, стимулами которых становятся растущая активность акционеров. Это, по нашему мнению, достаточно длительный процесс, в котором важную роль играют далеко не только экономические факторы. В то же время существующие представления о возможных механизмах и мотивах инвестирования, и, соответственно, о возможностях регулирования этих процессов, часто не совпадают с реальностями переходного периода.

Так как инвестиционный рынок находится на начальном этапе своего развития, перспективы реализации его потенциала в инвестировании реального сектора во многом определяются адекватностью регулирующих воздействий со стороны внешней среды, прежде всего на национальном уровне, учитывающих как национальные особенности, так и накопленный мировой опыт.

---

## Примечания

- 1) Проект реализован в 1996 – 1997 гг. при поддержке Российского гуманитарного научного фонда.
- 2) Региональные венчурные фонды созданы за счет средств стран Европейского Союза специально для осуществления инвестиций в акции российских средних и крупных приватизированных и вновь созданных предприятий. Всего на территории РФ было создано 11 венчурных фондов с капиталом для инвестирования около 30 млн. долларов

каждый. Фонды управляются частными компаниями, отобранными по конкурсу. Инвестиции обычно осуществляются в форме приобретения неконтрольного пакета обыкновенных акций, при этом возврат инвестиций осуществляется через 10 лет за счет продажи акций (выросших в цене).

3) Отметим довольно неожиданный факт, что после августа 1998 г. деятельность сибирского венчурного фонда активизировалась, и он начал осуществление вложений после кризиса, используя его последствия в качестве определенного критерия оценки жизнеспособности предприятий.