



Банк России



ПОЧЕМУ ПРОМЫШЛЕННЫЕ ПРЕДПРИЯТИЯ НЕ ИНВЕСТИРУЮТ: РЕЗУЛЬТАТЫ ОПРОСА

Аналитическая записка

Н. Карлова, Е. Пузанова, И. Богачева

Январь 2020

СОДЕРЖАНИЕ

Резюме.....	3
Введение.....	5
1. Характеристика выборки.....	6
2. Как принимаются инвестиционные решения.....	8
3. Источники финансирования инвестиций.....	10
4. Недоинвестирует ли бизнес?.....	12
5. Причины недостаточного инвестирования.....	17
Литература.....	29
Приложение.....	30

Настоящий материал подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования. Все права защищены. Содержание настоящей записки отражает личную позицию авторов и может не совпадать с официальной позицией Банка России. Банк России не несет ответственности за содержание записки. Любое воспроизведение представленных материалов допускается только с разрешения авторов.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

Адрес: 107016, Москва, ул. Неглинная, 12
Телефон: +7 495 771-91-00, +7 495 621-64-65 (факс)
Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2020

Резюме

В работе представлены результаты опроса промышленных предприятий, проведенного в 2019 году по заказу Банка России¹. Основные задачи данного обследования заключались в изучении механизмов принятия инвестиционных решений бизнесом, выявлении источников финансирования инвестиций в нефинансовые активы, а также в определении факторов, сдерживающих инвестиционную деятельность компаний в 2016–2018 годах. Методологической основой обследования стал подобный опрос Банка Англии среди предприятий частного сектора (Bank of England, 2017).

Согласно результатам обследования, около половины опрошенных предприятий указали на недостаточный уровень инвестиций в 2016–2018 годах, чуть менее половины инвестировали, по их мнению, на достаточном уровне.

Инвестиционное поведение компаний в исследуемый период отличалось *относительно низкой чувствительностью инвестиций к кредитным ставкам*. Это связано с тем, что инвестиции у почти 80% компаний осуществлялись в связи с необходимостью замены основных средств, зачастую внеплановой. К тому же в условиях высокой экономической неопределенности и геополитических рисков после 2016 года бизнес стремился реализовывать проекты с максимальной ликвидностью и быстрой отдачей вложенных средств. При этом не уделялось должного внимания долгосрочному планированию и временной стоимости денег, используемых для реализации проекта.

Основным источником финансирования инвестиций были собственные средства предприятий. Банковские кредиты привлекали менее половины опрошенных компаний. Оценки предприятий в отношении необходимой минимальной нормы доходности инвестиций (в среднем по выборке – 10,4%) превысили средневзвешенную стоимость собственного и заемного капитала, сложившуюся в 2016–2018 годах (9,0%). Формально это подтверждает наличие у бизнеса финансовых стимулов к реализации своих инвестиционных возможностей.

В то же время *предприятия указали на недостаток собственных средств как на главное ограничение роста своих инвестиций*. Недоступность внутренних фондов могла быть связана как с финансовыми, так и с экономическими факторами. Последние объясняются низкой прибыльностью предприятий, недостаточной конкурентоспособностью и ограниченным спросом на их продукцию.

Почти все производители (90%), которые не могли, по их мнению, инвестировать на достаточном уровне, *одновременно испытывали влияние как факторов, ограничи-*

¹ По итогам опроса получено 495 анкет от предприятий различных отраслей промышленности. Хотя в целом обследование достаточно хорошо отражает различные отрасли промышленного сектора, выборка не является представительной для малого и среднего бизнеса и ориентирована в основном на крупные предприятия. Однако данное ограничение не представляется существенным, поскольку крупный бизнес является главным двигателем инвестиций и роста российской экономики.

вающих финансовые ресурсы, так и прочих факторов нефинансового характера. Основные *финансовые трудности* с получением заемного финансирования таких компаний были связаны с ограничениями по объемам и срокам, на которые привлекаются заемные средства. При этом только 20% предприятий считали кредит дорогим и поэтому не подавали заявку на его получение. Главным *нефинансовым препятствием* для инвестиций была высокая неопределенность экономической ситуации, что может быть связано с непониманием перспектив развития и ростом геополитической нестабильности.

Таким образом, в условиях относительно слабой чувствительности к кредитным ставкам инвестиций в замену основных средств и высокой значимости нефинансовых ограничений для инвестиционной деятельности предприятий снижение номинальных и реальных процентных ставок в экономике и упрощение доступа к заемному финансированию может оказаться недостаточным для ускорения роста инвестиций в промышленности.

При этом снижение стоимости кредитных ресурсов позволяет компаниям уменьшать долговую нагрузку, экономя на процентных выплатах, и улучшать финансовый результат своей деятельности. В результате этого высокоэффективные компании, вероятно, направят больше средств на выплату дивидендов, а низкоэффективные и закредитованные компании несколько улучшат свое кредитное качество, оставаясь низкоэффективными.

В такой среде смягчение денежно-кредитной политики в большей степени стимулирует потребительский спрос и внутренний спрос на финансовые активы (через рост аппетита к риску), одновременно повышая риски для финансовой стабильности. Это скорее приведет к росту производства на существующих мощностях, а не к его расширению, при некотором повышении инфляционного давления в экономике.

Политика по поддержанию макроэкономической стабильности, в первую очередь сохранение инфляции на низком уровне, улучшает условия ведения инвестиционной деятельности, расширяя горизонт планирования. Однако многие накопившиеся структурные проблемы вызывают стагнацию производительности и нехватку конкурентоспособных производств, сдерживая готовность к инвестированию. Эти проблемы не могут быть решены мерами денежно-кредитной политики.

Чтобы стимулировать рост инвестиционной активности, в первую очередь необходимы структурные изменения в экономике и меры нефинансового характера, которые будут способствовать улучшению делового климата и развитию конкуренции, в том числе меры по снижению доли госсектора в экономике.

Введение

Благоприятный инвестиционный климат необходим для устойчивого экономического роста. Денежно-кредитная политика, проводимая Банком России, влияет на создание условий для инвестиционной деятельности. В то же время темпы роста инвестиций могут сдерживаться и структурными факторами. В связи с этим важно понимать, являются ли недостаточные инвестиции бизнеса следствием существующих финансовых ограничений или вызваны структурными проблемами. В данном исследовании сделана попытка объяснить инвестиционное поведение компаний с использованием опросных данных.

Анкета для опроса предприятий разработана на основе подобного исследования, проведенного Банком Англии², что позволяет сравнить полученные результаты по России с результатами обследования в Великобритании. К тому же вопросы анкеты, уже прошедшие апробацию, существенно повышают адекватность полученных результатов.

Опрос предприятий в форме анкетирования был проведен весной 2019 года. По итогам обследования получено 495 анкет. Базисный период, который лег в основу изучения инвестиционной деятельности предприятий, включает в себя 2016–2018 годы. Этот период интересен для изучения, поскольку, несмотря на восстановление с 2017 года положительной динамики инвестиций в основной капитал, в экономике сохранялись последствия рецессии предыдущих лет. В связи с этим важно выявить, что сдерживало рост инвестиционной активности бизнеса.

Структура работы построена следующим образом. В первом разделе представлено описание выборки предприятий. Во втором приводится типология поведения компаний при принятии инвестиционных решений. В следующем разделе рассматриваются различные источники финансирования инвестиций. Четвертый раздел посвящен оценке степени достаточности инвестиционных вложений, которые осуществляли предприятия в исследуемый период. В заключительной части анализируются возможные препятствия, которые помогают объяснить, почему предприятия недостаточно инвестировали.

² В ноябре 2016 года Банк Англии провел опрос предприятий частного сектора с целью изучения процесса принятия предприятиями инвестиционных решений. Онлайн-анкета была отправлена 4600 предприятиям различных секторов экономики, за исключением сельскохозяйственных, добывающих предприятий и компаний, предоставляющих коммунальные услуги. В результате было получено 1220 анкет (26%), из которых только в половине был конкретизирован уровень специалиста, заполнявшего анкету. Итоговая выборка Банка Англии состоит из предприятий обрабатывающей промышленности (26,2%), строительства (8,8%), финансового сектора (8,0%), рыночных (31,6%) и бизнес-услуг (25,5%).

1. Характеристика выборки

Опрос охватывает предприятия, связанные с производственной сферой в промышленности, – компании обрабатывающего и добывающего секторов различных регионов России. Организации топливно-энергетического комплекса не вошли в состав выборки, поскольку их число не является достаточным для получения репрезентативных результатов.

Выборочная совокупность построена на панели предприятий, которые на регулярной основе участвуют в конъюнктурных опросах промышленности. Это обеспечивает руководящий статус респондентов (около 90% из них являются руководителями высшего звена или руководителями экономических подразделений), что создает условия для получения максимально квалифицированных ответов, касающихся принятия инвестиционных решений компаниями.

Поскольку наше исследование направлено на выявление возможных причин, которые определяют недостаточные инвестиции бизнеса, важным условием качества выборки является представленность в ней частных компаний. Из опрошенных организаций 78,0% представляют частные предприятия, 8,9% являются смешанными (частными с участием государства). Доля государственных и муниципальных компаний составляет 5,1%, с иностранным капиталом – 4,4% (Рис. 1).

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ВЫБОРКИ ПО ФОРМЕ СОБСТВЕННОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ (%)*

Рис. 1



* 0,4% предприятий не ответили на данный вопрос.

Источник: результаты опроса предприятий.

Отраслевое распределение выборки смещено в сравнении со сложившейся в 2018 году структурой российской промышленности (по количеству предприятий и по численности занятых) за счет пищевой промышленности и некоторых других видов деятельности (Рис. 2). Опрос не является представительным для малого и среднего бизнеса и ориентирован в основном на крупные предприятия, которые являются главным двигателем инвестиций и роста в российской экономике³. Из общего объема выборки

³ См. аналитическую записку Банка России «Производительность в промышленности: факторы роста» (ноябрь 2019 года): https://cbr.ru/Content/Document/File/90569/analytic_note_20191125_dip.pdf.

29% компаний относятся к малым и средним предприятиям с численностью работников не более 250 человек; 46% – к крупным предприятиям с численностью от 251 до 1000 человек, 25% – к крупнейшим предприятиям с численностью более 1000 человек (Рис. 3). Данные особенности опрошенной выборочной совокупности должны учитываться при интерпретации полученных выводов и их распространении на российский промышленный комплекс в целом.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПРЕДПРИЯТИЙ ПО ОТРАСЛЕВОЙ ПРИНАДЛЕЖНОСТИ
ПО ДАННЫМ ОПРОСА И ДАННЫМ РОССТАТА, 2018 ГОД (%)

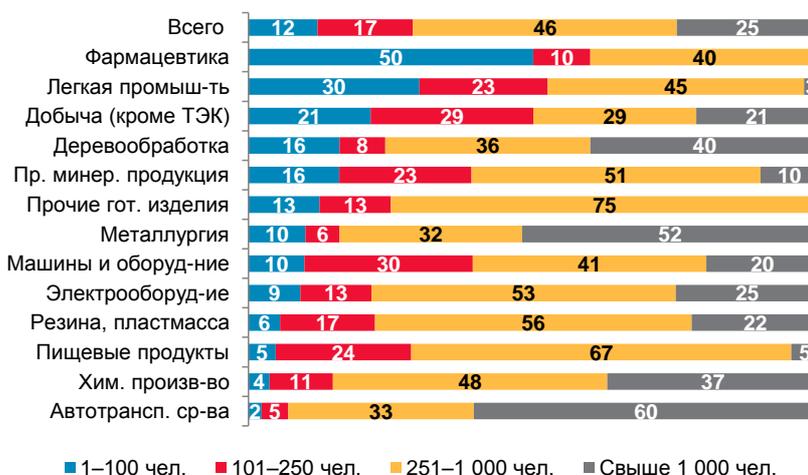
Рис. 2



Источники: расчеты авторов по данным Росстата, результаты опроса предприятий.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ВЫБОРКИ ПО КОЛИЧЕСТВУ ПРЕДПРИЯТИЙ РАЗНЫХ РАЗМЕРОВ
(%)

Рис. 3



* 0,4% предприятий не ответили на данный вопрос.

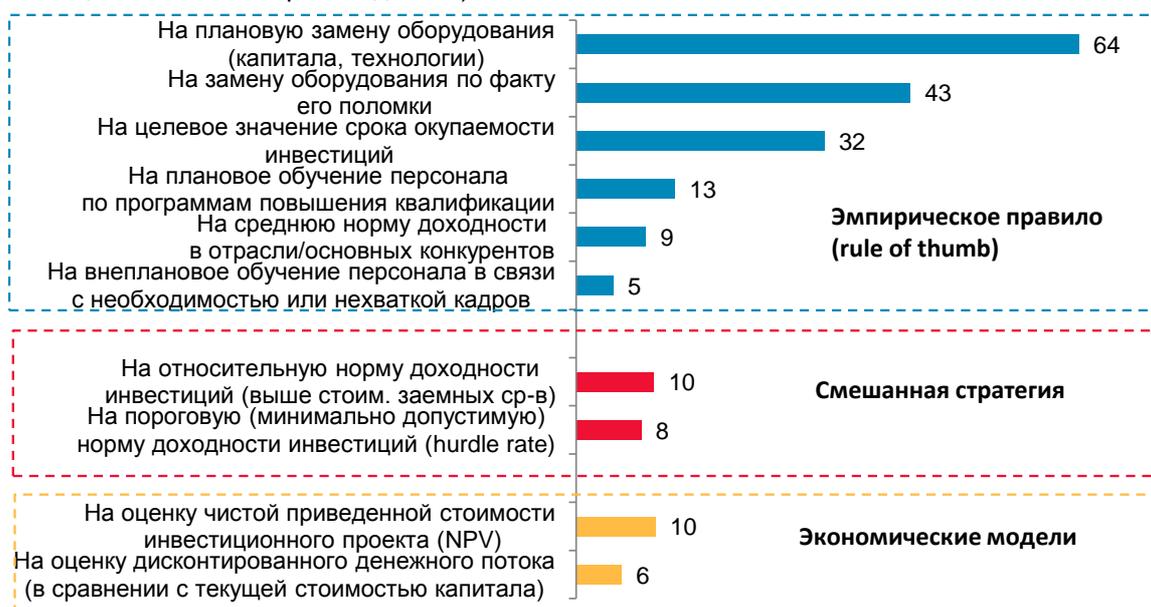
Источник: результаты опроса предприятий.

2. Как принимаются инвестиционные решения

Для выявления особенностей практики принятия инвестиционных решений российскими предприятиями промышленности им были предложены различные варианты ответов, на которые они ориентировались при оценке необходимости реализации инвестпроектов в 2016–2018 годах. Наибольшее количество (около 80%) указало, что основанием для инвестиционных вложений в исследуемый период была необходимость замены оборудования – заранее запланированная (отметили 64% компаний) или по факту поломки (43%) (Рис. 4). Это означает, что инвестиционные вложения носили в основном вынужденный характер и были направлены на поддержание и обновление существующих мощностей. Третьим по значимости критерием оценки целесообразности инвестиций было целевое значение периода окупаемости (32%). То есть важным была не столько доходность инвестиционного проекта, сколько его окупаемость в максимально короткие сроки. Стремление компаний к привлечению проектов с максимальной ликвидностью объясняется, скорее всего, высокой неопределенностью экономической ситуации в стране в последние годы и постоянно меняющейся конъюнктурой зарубежных рынков в условиях санкций.

ЦЕЛЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, НА КОТОРЫЕ ОРИЕНТИРОВАЛИСЬ ПРЕДПРИЯТИЯ ПРИ ПРИНЯТИИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ В 2016–2018 ГОДАХ (% от общего количества респондентов)

Рис. 4



Источник: результаты опроса предприятий.

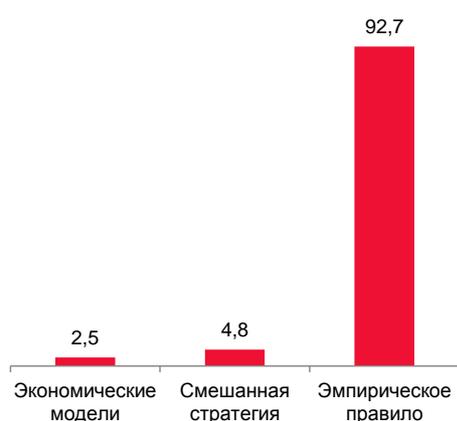
В целом можно выделить три типа поведения компаний при принятии инвестиционных решений: поведение в соответствии с экономическими моделями, эмпирическими правилами или смешанная стратегия поведения⁴. В первой группе предприятия

⁴ Предприятия имели возможность выбрать несколько вариантов ответов, поэтому распределение по типам поведения осуществлялось следующим образом. Сначала были выбраны все предприятия, которые указали только на экономическую модель. Из оставшихся отобраны предприятия, выбравшие смешанную стратегию. Остальные предприятия были отнесены к группе предприятий, где решения принимаются на основе эмпирических правил.

инвестируют, руководствуясь *экономическими моделями*, которые основаны на использовании показателей дисконтированных денежных потоков. Предприятия второй группы принимают инвестиционные решения на основе *эмпирических правил* (rule of thumb), то есть инвестируют только в том случае, если инвестиционный проект соответствует определенным условиям, например, установленному периоду окупаемости, целевой частоте замены оборудования, норме прибыли в соответствии с отраслевым уровнем или уровнем основных конкурентов и т. д. В отдельную группу можно выделить предприятия, которые инвестируют, если проект соответствует требуемой норме доходности (hurdle rate)⁵ или норма прибыли инвестиций на определенную величину выше уровня, при котором они могут занимать средства. Такое поведение компаний соответствует *смешанной стратегии*, поскольку не ясно, определяется ли требуемая норма доходности в соответствии с эмпирическими правилами, экономическими моделями или комбинацией этих двух подходов.

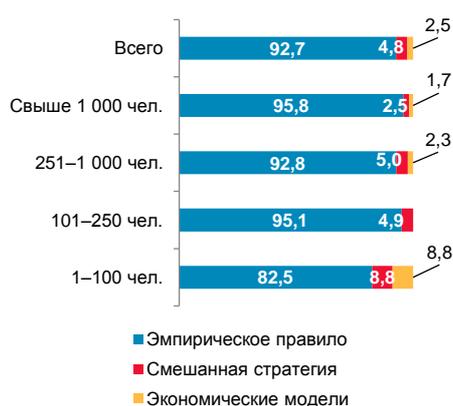
Данные обследования показали, что опрошенные нами *российские промышленные предприятия при принятии инвестиционных решений в 2016–2018 годах придерживались, как правило, эмпирических моделей поведения (93% респондентов), что определяло относительно низкую чувствительность таких инвестиций к кредитным ставкам* (Рис. 5). В ответ на снижение процентных ставок по кредитам эти предприятия, вероятно, не будут увеличивать инвестиции и выпуск продукции. Данная модель поведения преобладала у предприятий различных размеров (от 83% у малых до 96% у крупнейших) (Рис. 6). Методы оценки проектов, основанные на принципах дисконтирования денежных потоков (экономические модели), использовали чуть более 2% компаний, около 5% ориентировались на соответствие проектов требуемой норме доходности (смешанную стратегию).

МЕХАНИЗМЫ ПРИНЯТИЯ
ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ (%)



Источник: результаты опроса предприятий.

Рис. 5 МЕХАНИЗМЫ ПРИНЯТИЯ
ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ,
ПО РАЗМЕРАМ ПРЕДПРИЯТИЙ (%)



Источник: результаты опроса предприятий.

⁵ Требуемая норма доходности – это минимальная норма прибыли в год, которая необходима бизнесу от нового инвестиционного проекта. Иначе говоря, это современная стоимость капитала и плата за риск, связанный с его использованием.

В опросе Банка Англии предприятия Великобритании имеют большую склонность к применению современных методов оценки – экономических моделей (25%) или смешанных стратегий (35%). Более упрощенный эмпирический подход к инвестированию выбирают лишь 40% компаний. Однако выявленная особенность практики принятия инвестиционных решений российскими компаниями может быть связана с неблагоприятным макроэкономическим фоном в 2016-2018 годах. Этот период характеризовался сравнительно невысокой инвестиционной активностью, когда количество долгосрочных масштабных проектов, требующих применения сложных дисконтированных методов с учетом временной стоимости денег, было ограничено. Высокая экономическая неопределенность и геополитические риски в этот период определяли высокую требовательность бизнеса к показателям ликвидности своих инвестиций и стремление к привлечению проектов, способных обеспечить, прежде всего, быструю отдачу вложенных средств. Низкая доля заемного капитала в финансировании инвестиций также снижает склонность к использованию дисконтированных методов с учетом эффекта финансового рычага. Кроме того, на выбор критериев оценки целесообразности инвестиций влияет низкий уровень внедрения финансового менеджмента на российских предприятиях.

3. Источники финансирования инвестиций

Финансирование инвестиций может осуществляться за счет собственных средств, заемного капитала или за счет акционерного капитала путем продажи акций. *Подавляющее большинство опрошенных российских предприятий промышленности финансировали свои инвестиции в 2016–2018 годах из собственных средств. Банковское кредитование компании привлекали менее активно по сравнению с зарубежной практикой (на примере Великобритании)⁶.*

Из общего объема исследуемой нами выборки 87% использовали накопленную нераспределенную прибыль в качестве источника для инвестирования (Рис. 7). При этом 46% из них покрывало за счет собственных средств более 50% своих инвестиций. По данным обследования Банка Англии, внутренние ресурсы также были главным источником финансирования, их использовали около 80% респондентов. Полученные результаты вполне соотносятся с теорией иерархии (pecking order theory), из которой следует, что у фирм существует иерархия предпочтения по отношению к источникам финансирования. Согласно данной теории, предприятия склонны в первую очередь обращаться к внутренним фондам как к самому дешевому источнику финансирования, а уже затем к более дорогим заемному и акционерному капиталам (Majluf and Myers, 1984; Corbett and Jenkinson, 1997). Предприятия, способные полностью или в значительной степени обеспечить свои инвестиционные вложения за счет внутренних источников, получают значительные конкурентные преимущества и благоприятные возможности для

⁶ Возможности обследования не позволяют нам рассмотреть, как менялась зависимость инвестиций от внутренних источников финансирования по сравнению с внешними. Можно предположить, что низкая доля заемных средств объясняется низкой инвестиционной активностью в период 2016–2018 годов и отсутствием капиталоемких инвестиционных проектов на фоне экономической и геополитической нестабильности.

роста за счет уменьшения издержек по привлечению дополнительного капитала и снижения рисков.

ДОЛЯ ИНВЕСТИЦИЙ, ФИНАНСИРУЕМЫХ ИЗ РАЗЛИЧНЫХ ИСТОЧНИКОВ
В 2016–2018 ГОДАХ (% от общего количества респондентов)

Рис. 7



Источник: результаты опроса предприятий.

Вторым по значимости источником финансирования инвестиционных вложений стали банковские кредиты – его выбрали 43% исследуемых российских компаний (Рис. 7). Только 10% из них использовали кредиты банков для финансирования более половины своих потребностей в инвестициях. В Великобритании банковское кредитование является более распространенным источником для финансирования инвестпроектов, а доля предприятий, которые используют его в качестве основного источника для покрытия инвестиций, выше (около 60 и 15% соответственно).

Альтернативные источники заемного финансирования – лизинг и аренда основных средств, а также торговые и небанковские кредиты (включая также кредиты от семьи и друзей) – использовались российскими компаниями реже (их выбрали 29 и 21% участников опроса соответственно) (Рис. 7).

Самыми непопулярными способами привлечения финансовых ресурсов были финансирование счетов (дисконтирование/факторинг) и выпуск ценных бумаг (Рис. 7). Видимо, сказывается недостаточный уровень развития рынка корпоративных ценных бумаг в России, особенно рынка долевого капитала.

На структуру источников финансирования инвестиций предприятия влияют его масштабы. Результаты опроса показали, что очень крупные компании (с численностью занятых свыше 1000 человек) с большей вероятностью пользуются банковским кредитованием. Малый бизнес (с численностью до 100 человек) в условиях ограниченной доступности банковского кредитования чаще прибегает к заимствованию средств через торговые и небанковские кредиты либо финансированию инвестиций за счет собственных средств (Рис. 8).

ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ
ИНВЕСТИЦИЙ В 2016–2018 ГОДАХ
ПО РАЗМЕРАМ ПРЕДПРИЯТИЙ
(% от ответивших)



Рис. 8 КОЛИЧЕСТВО ИСПОЛЬЗУЕМЫХ
ИСТОЧНИКОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ
ИНВЕСТИЦИЙ (%)

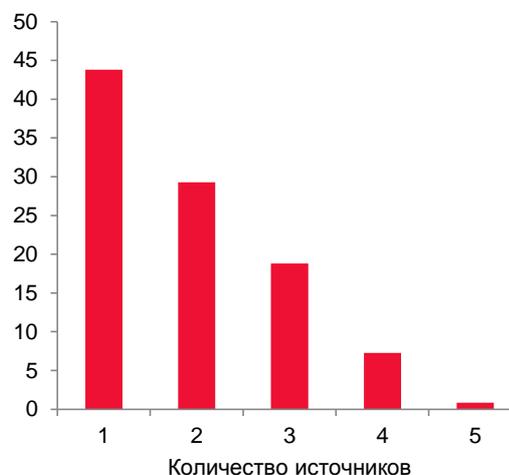


Рис. 9

Источник: результаты опроса предприятий.

Источник: результаты опроса предприятий.

Результаты проведенного нами опроса указывают на *низкий уровень диверсификации источников финансирования инвестиций бизнесом*. 44% опрошенных предприятий использовали только один источник привлечения инвестиционных средств, 48% – два-три источника и только 8% – четыре и более (Рис. 9). В соответствии с исследованием Банка Англии, на единственный источник полагались 20% компаний, 40% – на два-три источника, 30% – финансировали инвестиции за счет четырех и более источников.

4. Недоинвестирует ли бизнес?

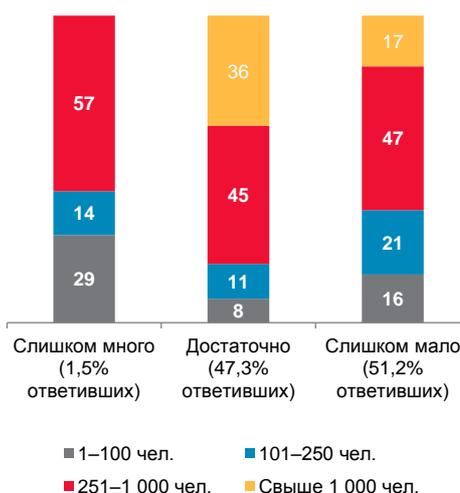
В ходе исследования мы попытались получить оценки предприятий относительно достаточности своих инвестиций за период с 2016 по 2018 год. *Чуть более половины компаний (51,2%) указали, что инвестировали недостаточно, 47,3% инвестировали в достаточном объеме, 1,5% считали, что инвестиции в этот период был чрезмерно высоким (Рис. 10)*. При этом среди предприятий с достаточным уровнем финансирования относительно высока доля очень крупных компаний с численностью более 1000 человек (36%). В то же время среди тех, кто испытывал недостаток инвестиций, выявлена высокая доля малых и средних предприятий (37%).

Полученные субъективные оценки следует интерпретировать с осторожностью. Предприятия могут считать, что инвестировали недостаточно, однако относительно низкий уровень инвестиционных вложений может объясняться объективными факторами, связанными с отсутствием на тот момент структурных стимулов для роста инвестиций в конкретной отрасли. Согласно результатам опроса, в ряде отраслей преобладали предприятия (их доля превышает 50%) с недостаточным уровнем инвестиционных вложений: в фармацевтике, легкой промышленности, производстве стройматериалов, машин и оборудования, пищевой промышленности (Рис. 11). Если в пищевой промышленности потенциал для наращивания инвестиций в 2016–2018 годах уже был практически

исчерпан в связи с активными вложениями в предыдущие годы в рамках импортозамещения, то в других отраслях, характеризующихся высокой долей импорта, возможности для конкуренции с импортом на фоне ослабления рубля могли бы подтолкнуть рост инвестиций. Однако низкая конъюнктурная привлекательность, связанная с низкой рентабельностью, повышенным кредитным риском либо с неочевидными перспективами роста отраслей, сдерживала рост частных инвестиций в данных секторах (АКРА, 2018).

ОЦЕНКА ПРЕДПРИЯТИЯМИ ДОСТАТОЧНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ
В 2016–2018 ГОДАХ (%)

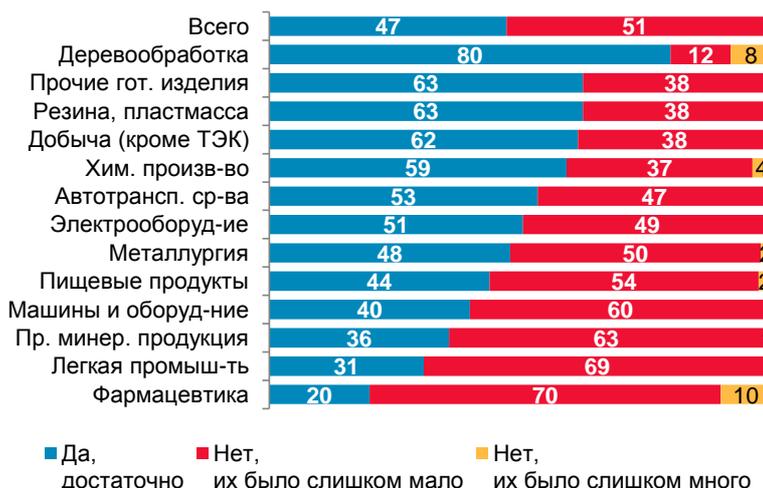
Рис. 10



Источник: результаты опроса предприятий.

ОЦЕНКА ПРЕДПРИЯТИЯМИ ДОСТАТОЧНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ В 2016–2018 ГОДАХ
ПО ОТРАСЛЯМ (%)

Рис. 11



Источник: результаты опроса предприятий.

На принятие инвестиционных решений влияет соотношение доходности вложенных инвестиций и стоимости их финансирования. Как показывают ответы компаний, привлекательность инвестиций в промышленность в последние годы несколько увеличилась. Участвовавшие в опросе *предприятия отметили рост ожидаемой доходности*

по будущим инвестпроектам до 12,0% с 10,9% по проектам, реализованным в 2016–2018 годах (Рис. 12). В качестве оценки стоимости финансирования используем расчетный показатель средневзвешенной стоимости капитала (WACC), который включает стоимость собственных и заемных источников финансирования с учетом их доли в общей стоимости капитала⁷. В среднем в 2016–2018 годах этот показатель составил 9,0%. Таким образом, как фактическая, так и ожидаемая доходность инвестиций в этот период была выше стоимости финансирования.

Доступность банковского кредитования как основного источника заемных средств на предприятиях за последние годы улучшилась. По данным статистики Банка России, средневзвешенная процентная ставка по банковским кредитам, предоставленным нефинансовым организациям (независимо от вида деятельности) в рублях на срок выше трех лет, снизилась с 13,1% в 2016 году до 8,7% в 2018 году. Однако в среднем за период она оказалась выше (10,8%), чем рассчитанный нами показатель средневзвешенной стоимости капитала (9,0%) (Рис. 12), так как в его структуре существенная доля приходится на более дешевый собственный капитал – основной источник финансирования инвестиций на российских предприятиях.

В ходе нашего обследования промышленные предприятия указали более высокие ставки по банковским кредитам, полученным ими в 2018 году (в среднем 11,3%), по сравнению с данными Банка России о средневзвешенной процентной ставке по кредитам на срок свыше 3 лет (8,7%) (Рис. 12). Сопоставимые результаты показывают данные регулярно проводимых конъюнктурных опросов ИЭП, в соответствии с которыми средняя процентная ставка по банковским кредитам в промышленности в 2018 году была около 11,8%, снизившись с 15,5% в 2016 году (Рис. 13). Данная разница определяется методологией расчета: средневзвешенная по объему кредита ставка может быть ниже среднего показателя, если в основной своей массе предприятия брали кредиты под более низкий процент. На условия предоставления финансовых ресурсов влияет уровень кредитного риска, который для компаний различных видов деятельности явно неоднороден. Более дорогие банковские кредиты для отраслей промышленности с низким кредитным качеством определяют относительно высокий средний уровень процентной ставки в целом в промышленном секторе. Конъюнктурные опросы, проводимые ИЭП,

⁷ Средневзвешенная стоимость капитала: $WACC = Re \times (E/V) + (Rd1 \times d1/v + Rd2 \times d2/v) \times (D/V) \times (1-t)$, где:
Re – ставка доходности собственного (акционерного) капитала (оценка Thomson Reuters Equity risk premium на основе модели StarMine ERP model);
E/V – доля собственного капитала в общем объеме стоимости капитала компании (Росстат, форма П-3);
Rd1 – среднее значение краткосрочных (от 1 года до 3 лет) и долгосрочных (выше 3 лет) процентных ставок по банковским кредитам (данные Банка России), взвешенное соответственно по доле краткосрочных и долгосрочных обязательств в общем объеме обязательств компаний (данные Росстата, форма П-3);
d1/v – доля предприятий, использующих в качестве финансирования инвестиций банковские кредиты (данные опроса);
Rd2 – средневзвешенный агрегированный индекс IFX-Cbonds (описывает российский рынок корпоративных облигаций по 30 наиболее ликвидным корпоративным облигациям);
d2/v – доля предприятий, использующих в качестве финансирования инвестиций выпуск/продажу ценных бумаг (данные опроса);
D/V – доля заемного капитала в общей стоимости капитала компании (данные Росстата, форма П-3);
t – налог на прибыль организаций (20%).

подтверждают, что в 2016–2018 годах кредиты по повышенным ставкам предлагались производителям текстиля и одежды, машин и оборудования, строительных материалов, электронных и оптических изделий, фармацевтической продукции (Рис. 14). Это как раз те отрасли, в которых, по итогам нашего обследования, доминировали предприятия с недостаточным, по их мнению, уровнем инвестиций.

СРАВНЕНИЕ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ПРЕДПРИЯТИЙ ПО ОПРОСУ
И ДАННЫМ СТАТИСТИКИ (%)*

Рис. 12



* Средняя процентная ставка по банковским кредитам для промышленности в 2018 году (данные конъюнктурных опросов ИЭП).

Средневзвешенная процентная ставка по банковским кредитам (свыше трех лет) нефинансовым организациям в 2018 году – средневзвешенная процентная ставка в годовом исчислении, рассчитанная исходя из годовых процентных ставок, установленных в кредитных договорах, и объемов предоставленных кредитов в отчетном месяце (данные Банка России).

Чистая норма прибыли на капитал (основной и оборотный) в промышленности в 2018 году – данные предприятий по форме ПЗ Росстата за январь–декабрь 2018 года.

Источники: результаты опроса предприятий, Росстат, Банк России, Thomson Reuters, Cbonds, расчеты авторов.

СРЕДНЯЯ МИНИМАЛЬНАЯ СТАВКА ПО РУБЛЕВЫМ КРЕДИТАМ, ПРЕДЛАГАЕМЫМ БАНКАМИ ПРЕДПРИЯТИЯМ ПРОМЫШЛЕННОСТИ В 2009–2019 ГОДАХ (% ГОДОВЫХ)

Рис. 13



Источник: Институт экономической политики имени Е.Т. Гайдара.

СРЕДНЯЯ МИНИМАЛЬНАЯ ПРЕДЛАГАЕМАЯ БАНКАМИ СТАВКА ПО РУБЛЕВЫМ КРЕДИТАМ ПРЕДПРИЯТИЯМ РАЗЛИЧНЫХ ОТРАСЛЕЙ В СРЕДНЕМ ЗА 2016–2018 ГОДЫ (% ГОДОВЫХ)⁸

Рис. 14



Источник: Институт экономической политики имени Е.Т. Гайдара.

Основным ориентиром целесообразности инвестиционных вложений является требуемая норма доходности (hurdle rate). Согласно исследованию Банка Англии, слабая инвестиционная активность предприятий в условиях снижающейся стоимости капитала может объясняться относительно высокой минимально допустимой нормой доходности инвестиций (британские компании оценили ее на уровне 12%), отражающей повышенный риск либо представление бизнеса о том, что стоимость финансов намного выше, чем она есть на самом деле.

Результаты проведенного нами обследования данную гипотезу не подтверждают. Минимально допустимую норму доходности по состоянию на дату проведения опроса (весна 2019 года) российские предприятия оценивали на уровне 10,4% (при ожидаемой

⁸ Предприятия нефте- и газодобычи, а также нефтепереработки не входят в выборку отраслей, опрашиваемых в рамках данного обследования, поэтому не приведены на графике.

доходности будущих инвестиционных вложений – 12%). Это почти соответствует данным статистики Росстата о чистой норме прибыли на капитал (собственный и оборотный) в промышленности в 2018 году – 10,0%. Таким образом, относительно средневзвешенной стоимости капитала (WACC – 9,0%) требуемая норма доходности инвестиций не представляется завышенной, как в Великобритании.

5. Причины недостаточного инвестирования

Если предприятия указывают на недостаточный объем инвестирования, важно понимать, является ли дефицит финансовых вложений следствием существующих финансовых ограничений или вызван барьерами, связанными с проблемами в реальном секторе экономики. Для выявления причин недостаточного инвестирования в анкете для предприятий (по аналогии с анкетой Банка Англии) был приведен перечень факторов, которые могли сдерживать инвестиционную активность бизнеса в 2016–2018 годах. Из них предлагалось выбрать не более пяти самых существенных.

В целом ограничивающие факторы можно условно разделить на препятствия финансового и нефинансового (экономического) характера⁹. Первые связаны с ограниченным доступом к финансированию и приоритетностью неинвестиционного использования средств. Вторая группа ограничений связана с неопределенностью экономической ситуации, низкой отдачей от инвестиционных вложений, инерционностью в инвестиционном поведении фирм и т. д. Отдельно стоит выделить недостаток собственных средств. С одной стороны, он представляет собой финансовое ограничение, с другой – этот фактор можно отнести к экономическим барьерам, так как размер собственных средств определяется прибыльностью предприятия, в том числе конкурентоспособностью и спросом на выпускаемую продукцию.

Результаты опроса показывают, что *недостаток собственных средств представляет собой главное ограничение для инвестиций*. На это указали 81% предприятий с недостаточным уровнем инвестирования (Рис. 15). Среди прочих барьеров с большим отрывом следуют высокая стоимость заемного финансирования (отметили 47% компаний), высокая неопределенность экономической ситуации (45%) и длительный срок окупаемости инвестиционных вложений (38%). Остальные препятствия для роста инвестиций выбрали не более 20% респондентов.

По данным опроса Банка Англии, недостаток собственных средств также является наиболее распространенным препятствием для предприятий с ограниченным объемом инвестиций. За ним следуют ограниченные возможности получения заемных

⁹ К финансовым ограничениям относятся: высокая стоимость заемного финансирования, ограниченная возможность для получения заемных средств, давление финансового рынка на краткосрочную доходность. В группу нефинансовых ограничений входят: нехватка квалифицированных кадров, более высокая/быстрая отдача от инвестиций за рубежом, более высокая/быстрая отдача от неинвестиционных расходов, неразвитость производственной и социальной инфраструктуры, низкая по сравнению с целевым уровнем ожидаемая доходность, длительный срок окупаемости инвестиций, высокий уровень неопределенности экономической ситуации, неприятие риска, высокая регуляторная нагрузка, слабая защита прав собственности.

средств. Таким образом, в отличие от британских компаний, серьезной проблемой для российского бизнеса представляется не столько доступ к заемному финансированию (занимает шестое место по степени значимости), сколько стоимость финансирования.

ФАКТОРЫ, СДЕРЖИВАЮЩИЕ ИНВЕСТИЦИОННУЮ АКТИВНОСТЬ
ПРЕДПРИЯТИЙ В 2016–2018 ГОДАХ (% ОТВЕТИВШИХ)

Рис. 15

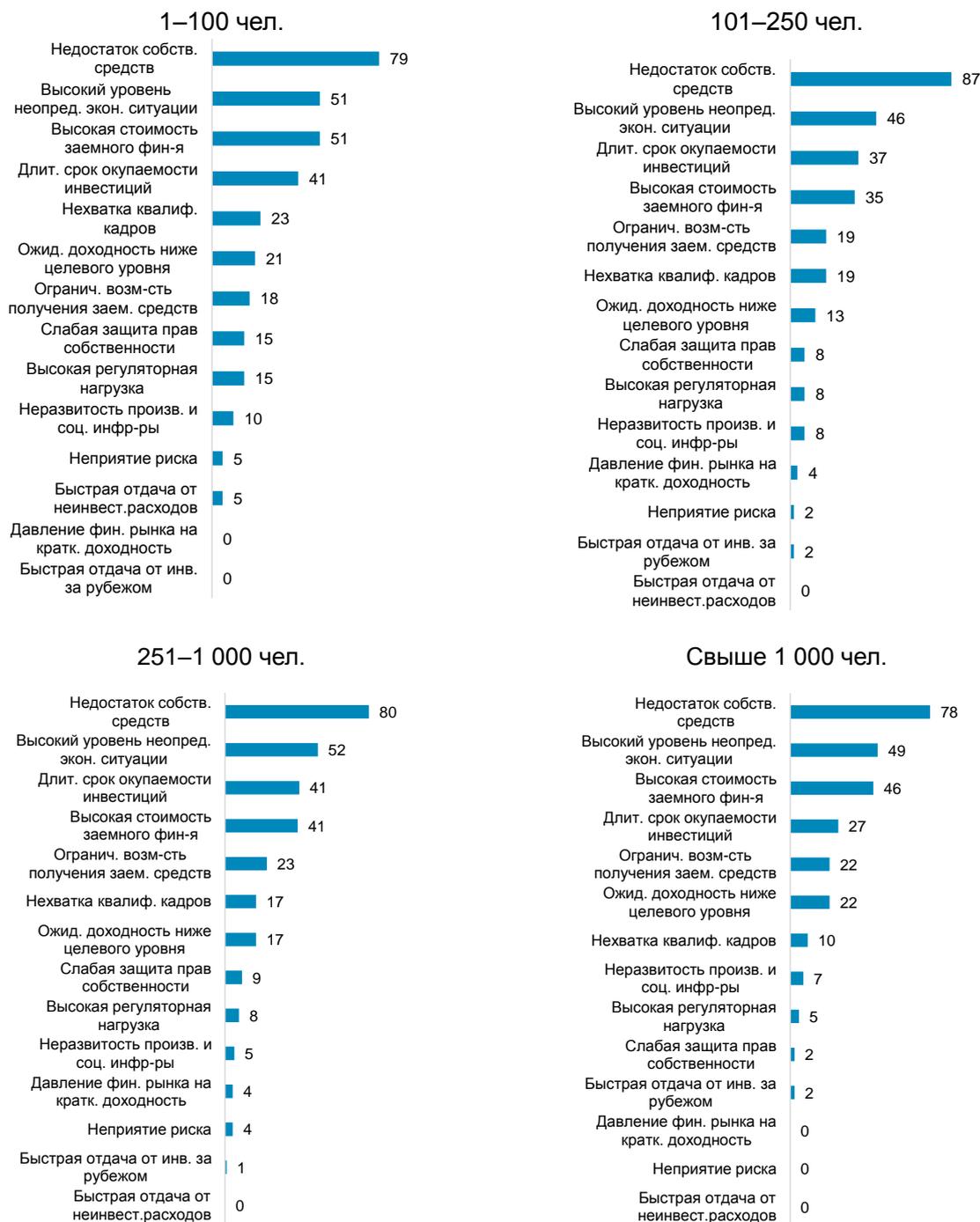


Источник: результаты опроса предприятий.

Малый бизнес испытывает большее давление со стороны ограничивающих инвестиционные факторы. Это проявляется в степени влияния ряда второстепенных ограничений. Так, длительный срок окупаемости проектов, нехватка квалифицированных кадров, слабая защита прав собственности, высокая регуляторная нагрузка менее актуальны для крупнейших компаний, где численность превышает 1000 человек, но более важны для малых и средних предприятий (Рис. 16). Кроме того, малые производители с численностью работников не более 100 человек, как правило, сталкиваются с существенно большим количеством инвестиционных барьеров. Среди малых предприятий, которые инвестировали недостаточно, около половины (49%) сталкивались с четырьмя и более ограничивающими факторами (Рис. 17). В группе крупнейших компаний основная масса (70%) указала на два-три препятствия, и только у 18% таких респондентов рост инвестиций сдерживают четыре и более ограничения.

ФАКТОРЫ, СДЕРЖИВАЮЩИЕ ИНВЕСТИЦИОННУЮ АКТИВНОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЙ С НЕДОСТАТОЧНЫМ УРОВНЕМ ИНВЕСТИЦИЙ В 2016–2018 ГОДАХ, ПО РАЗМЕРАМ (% ОТВЕТИВШИХ)

Рис. 16



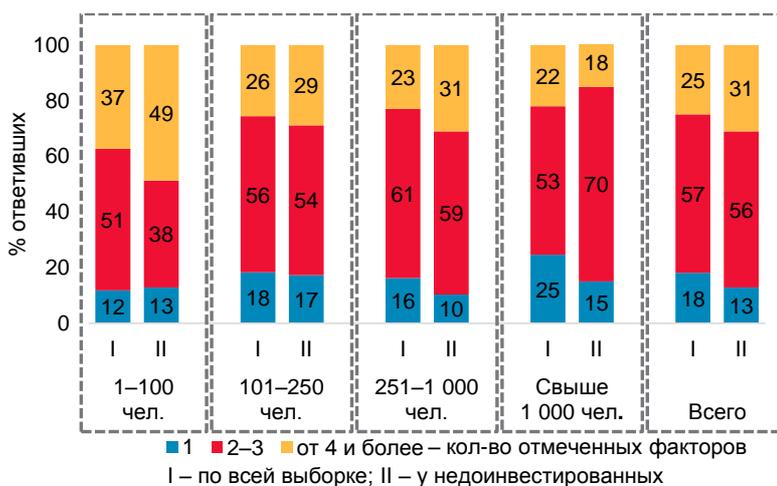
Источник: результаты опроса предприятий.

С учетом классификации ограничивающих инвестиции факторов на финансовые и нефинансовые можно сказать, что 91,5% предприятий с недостаточным уровнем инвестиций имели по крайней мере одно серьезное препятствие, связанное с ограничением финансовых ресурсов, 98,8% – сталкивались с препятствиями нефинансового характера, а около 90,3% предприятий отметили и те, и другие ограничения (Рис. 18). Это говорит о том, что для стимулирования производственных инвестиций в российском

промышленном комплексе необходимы прежде всего меры структурной политики, в том числе направленные на улучшение делового климата.

В Великобритании влияние нефинансовых факторов, сдерживающих инвестиционную активность предприятий, также очень существенно – его испытывали 84% компаний с ограниченными инвестициями. 61% предприятий отметили негативное влияние финансовых препятствий, около половины – видят ограничения со стороны и тех, и других.

КОЛИЧЕСТВО ВЫБРАННЫХ ФАКТОРОВ, КОТОРЫЕ СДЕРЖИВАЮТ ИНВЕСТИЦИИ (% ОТВЕТИВШИХ) Рис. 17



Источник: результаты опроса предприятий.

ФИНАНСОВЫЕ И НЕФИНАНСОВЫЕ ФАКТОРЫ, СДЕРЖИВАЮЩИЕ ИНВЕСТИЦИИ У ПРЕДПРИЯТИЙ С НЕДОСТАТОЧНЫМ УРОВНЕМ ИНВЕСТИЦИЙ (% ОТВЕТИВШИХ) Рис. 18



Источник: расчеты авторов по результатам опроса Банка России.

Ниже более подробно рассмотрим возможные объяснения поведения компаний, которое может сдерживать их инвестиционную деятельность. Это далеко не исчерпывающий перечень примеров, но, по мнению аналитиков Банка Англии, он включает наиболее распространенные причины, которые ведут к недоинвестированию. Первые две – ограниченный доступ к финансированию и неинвестиционное использование

средств – являются финансовыми, остальные носят нефинансовый характер. Каждое из пяти приведенных ниже объяснений оценивается на основе сравнения ответов фирм, которые недостаточно инвестируют по сравнению с теми, кто инвестирует достаточно. Именно различия в поведении между ними позволяют объяснить инвестиционные решения предприятий.

Ограниченный доступ к финансированию

Наше обследование свидетельствует о том, что не имеющие достаточных инвестиций предприятия чаще, чем остальные, сталкиваются с различными финансовыми трудностями. *Основные проблемы с получением заемного финансирования таких компаний связаны с ограничениями по объемам и срокам, на которые привлекаются заемные средства.* 84% производителей отметили, что не могли занимать столько, сколько необходимо, 69% имели ограничения по срокам займа и только 20% считали кредит дорогим, поэтому не подавали заявку на его получение (Рис. 19). Таким образом, отмеченная выше в числе препятствий для инвестиций высокая стоимость заемного финансирования (актуально для 47% респондентов) может быть обусловлена недостаточной финансовой устойчивостью компании, неочевидной конъюнктурной привлекательностью отрасли, которую она представляет, в результате чего кредитные организации закладывают повышенные кредитные риски в процентную ставку по долговым обязательствам для таких заемщиков.

ОТНОШЕНИЕ К ДОЛГОВОМУ ФИНАНСИРОВАНИЮ ПРЕДПРИЯТИЙ С ДОСТАТОЧНЫМ И НЕДОСТАТОЧНЫМ ИНВЕСТИРОВАНИЕМ В 2016–2018 ГОДАХ (% ОТВЕТИВШИХ) Рис. 19



Источник: результаты опроса предприятий.

Одинаково важной проблемой для производителей с достаточным и недостаточным уровнем инвестиций является *залоговое обеспечение*. Только 14 и 16% респондентов соответственно из каждой группы считают, что залоговое обеспечение не представляет каких-либо ограничений для получения кредита.

Предприятия с недостаточными инвестициями не привлекали долговое финансирование, так как по сравнению с теми, кто инвестировал достаточно, считали *2016–2018 годы неблагоприятным для этого периодом* (37% против 17% респондентов; *Рис. 19*). Ограниченное использования долгового финансирования могло быть связано с целенаправленной политикой компаний по снижению долговой нагрузки в это время, высоким уровнем процентной ставки по кредиту, низкими стимулами к инвестициям в этот период.

Обозначенные *проблемы отсутствия доступа к заемному финансированию в наибольшей степени проявляются для предприятий малого бизнеса*. Они чаще отмечали, что исследуемый период был не самым подходящим для привлечения долгового финансирования (51%), указывали на высокую стоимость заемных средств (31%) и имели большую ограниченность по срокам займа (82%) (*Рис. 20*).

ОТНОШЕНИЕ К ДОЛГОВОМУ ФИНАНСИРОВАНИЮ ПРЕДПРИЯТИЙ РАЗЛИЧНЫХ РАЗМЕРОВ, ИМЕЮЩИХ НЕДОСТАТОЧНОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ, В 2016–2018 ГОДАХ (% ОТВЕТИВШИХ)

Рис. 20



Источник: результаты опроса предприятий.

Приоритетность неинвестиционного использования средств

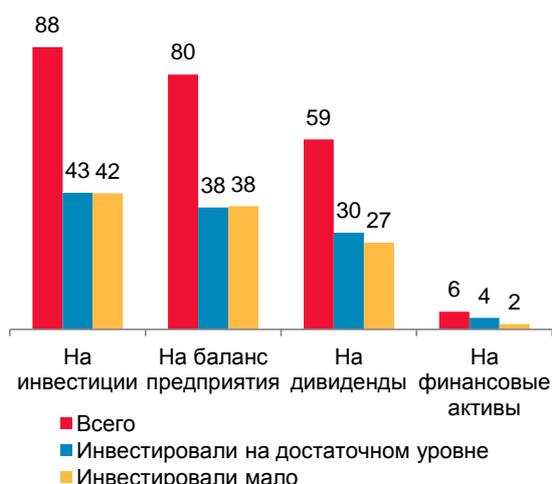
Предприятия могут предпочесть направление имеющихся средств на деятельность, обеспечивающую более быструю доходность в более короткие сроки, чем на инвестиции (Orhangazi, 2008; Lazonick, 2007; Milberg and Winkler, 2010). Более быструю отдачу можно получить за счет приобретения финансовых активов (облигаций, включая

сделки по слиянию и поглощению). Другие направления использования прибыли включают сохранение денежных средств на балансе предприятия и выплаты акционерам. Распределение прибыли между этими направлениями зависит от их прибыльности, а также от предпочтений и приоритетов предприятий.

Результаты опроса показывают, что заинтересованность предприятий в неинвестиционном использовании своих средств для приобретения более высокой доходности в короткие сроки не является ограничением для инвестиционной активности. Не более 4% компаний (с достаточным и недостаточным инвестированием) отметили, что более высокая краткосрочная доходность на финансовом рынке является препятствием для инвестиций (Рис. 20). Только 6% предприятий использовали прибыль для приобретения финансовых активов, что может быть связано с недостаточным уровнем развития финансового рынка в России (Рис. 21). Данные опроса Банка Англии, напротив, демонстрируют высокую доля компаний, имеющих дефицит инвестиций и заинтересованных в получении краткосрочной прибыли, – 80% среди публичных и 40% среди частных компаний.

НАПРАВЛЕНИЯ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ
ПРИБЫЛИ В 2016–2018 ГОДАХ (%)

Рис. 21



НАПРАВЛЕНИЯ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ
ПРИБЫЛИ ПО РАЗМЕРАМ ПРЕДПРИЯТИЙ
В 2016–2018 ГОДАХ (%)

Рис. 22



Источник: результаты опроса предприятий.

Источник: результаты опроса предприятий.

Опрошенные компании из нашей выборки отметили, что в 2016–2018 годах полученную прибыль (после уплаты процентов и налогов) использовали, как правило, для инвестиционных вложений (88% респондентов) или сохраняли ее в виде денежных средств на балансе предприятия (80%). Выплаты дивидендов владельцам и акционерам из прибыли осуществляли 59% предприятий (Рис. 21). При этом не было значительной разницы в поведении фирм, которые характеризовались недостатком инвестиций и которые инвестировали достаточно. Также не отмечалось существенных различий по направлениям использования прибыли в ответах предприятий различных размеров (Рис. 22).

Данный результат соотносится с полученным выше выводом о том, что собственные средства играли доминирующую роль в финансировании инвестиционных расходов. Треть компаний вкладывали в инвестиции более половины своей прибыли (Рис. 23). В то же время тот факт, что 47% предприятий более трети полученной прибыли оставляли на балансе (Рис. 23), говорит о том, что производители в условиях ограниченного использования заемного капитала либо накапливали собственные средства на балансе для их последующего инвестирования, либо занимали выжидательную позицию в условиях низких стимулов к инвестициям в период экономической и геополитической нестабильности 2016–2018 годов.

ДОЛЯ СРЕДСТВ, НАПРАВЛЕННЫХ ИЗ ПРИБЫЛИ ПО РАЗЛИЧНЫМ НАПРАВЛЕНИЯМ В 2016–2018 ГОДАХ (% ответивших)

Рис. 23



Источник: результаты опроса предприятий.

Предприятия неохотно инвестируют в условиях неопределенности

Когда неопределенность в отношении будущих условий возрастает, даже если предприятия видят выгодные инвестиционные возможности, они могут принять решение не инвестировать или отложить инвестиции до тех пор, пока не появится более благоприятная макроэкономическая среда (Bloom, 2009; Bloom, Bond, Van Reenen, 2007; Dixit, Pindyck, 1994). В условиях низкой конкуренции влияние данного эффекта может проявляться сильнее: в менее конкурентной среде предприятия с большей вероятностью будут вкладывать средства в инвестиции и инновации. Этот тип поведения вполне оправдан и рационален с точки зрения бизнеса, но он может быть не оптимальным с макроэкономической точки зрения.

Данные опроса показали, что *основным нефинансовым препятствием для инвестиций в 2016–2018 годах была повышенная неопределенность в отношении будущих экономических условий* (отметили около 45% предприятий как с достаточным, так и недостаточным уровнем инвестиций; Рис. 15). Это оправдывает поведение компаний, которые не распределяли полученную прибыль на финансирование инвестиций, а накапливали денежные средства на балансе в ожидании лучших времен. Неопределенность экономической ситуации остается важной причиной слабых инвестиций для фирм всех размеров, что может быть связано с экономическим спадом в предыдущие годы (McKinsey Global Institute, 2012).

К другим факторам неопределенности можно отнести дефицит квалифицированных кадров. Данная проблема наиболее актуальна для предприятий с высоким уровнем инвестиций (27%), которые в условиях модернизации оборудования и внедрения новых технологий нуждаются в использовании более квалифицированного труда. Среди недоинвестированных компаний низкая квалификация работников сдерживает инвестиции для 17%.

Менее важными ограничениями для инвестиционной деятельности, которые связаны с неопределенностью условий ведения бизнеса в стране, являются высокая регуляторная нагрузка (для 9% предприятий с недостаточным уровнем инвестиций), неразвитость производственной и социальной инфраструктуры (для 7%) и слабая защита прав собственности (для 7%).

Инерция в поведении компаний может сдерживать инвестиции

Инерция в поведении предприятий может сдерживать инвестиционные вложения. Это может произойти, если компании не пересматривают целевые показатели, которые используются при принятии решений об инвестициях.

Обследование показало, что примерно у половины компаний присутствует инерционность в принятии инвестиционных решений. Только 46% производителей пересматривали свои целевые показатели для инвестиций менее года назад (Рис. 24). Такое поведение еще более характерно для предприятий, которые много инвестировали (53%), прежде всего для крупных и крупнейших компаний (Рис. 25). Менее трех лет назад последний раз пересматривали свои инвестиционные цели 32% респондентов. В этой группе доминируют малые и средние предприятия. Остальные 21% компаний меняли эти параметры более чем три года назад.

КОГДА ПОСЛЕДНИЙ РАЗ ПЕРЕСМАТРИВАЛИСЬ ЦЕЛЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ ПРИ ПРИНЯТИИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ (% ОТВЕТОВ)

Рис. 24



Источник: результаты опроса предприятий.

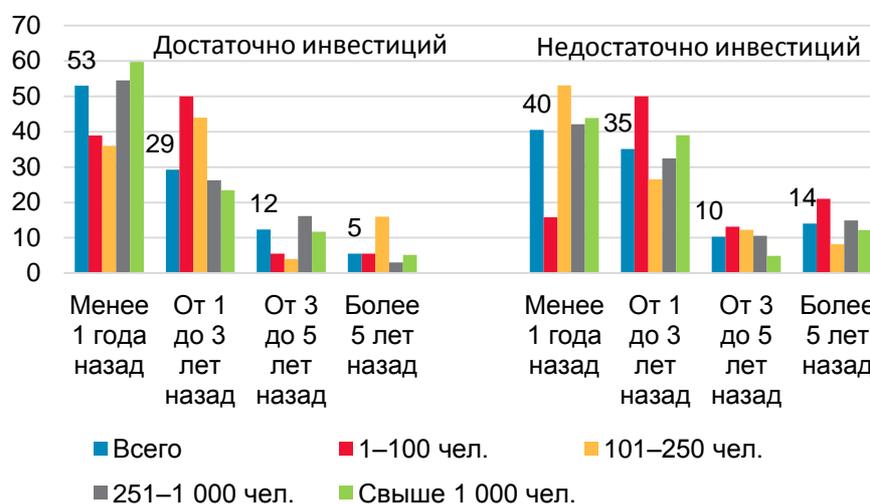
В то же время при пересмотре инвестиционных целей компании почти в половине случаев оставили их без изменений (47%) (Рис. 26). При этом чем чаще они пересматривали свои инвестиционные цели, тем выше доля тех, кто их не поменял. Это говорит

о том, что для большинства компаний целевые показатели, на которые они ориентируются при принятии инвестиционных решений, остаются жесткими, несмотря на наблюдаемое снижение процентной ставки в последние годы.

В этих условиях предприятия становятся менее чувствительными к снижению стоимости финансирования, в результате *действенность кредитного канала денежно-кредитной политики снижается, особенно в части кредитования инвестиций*. При этом снижение стоимости кредитных ресурсов позволяет компаниям уменьшать долговую нагрузку, экономя на процентных выплатах, и улучшать финансовый результат своей деятельности. В результате высокоэффективные компании, вероятно, направят больше средств на выплату дивидендов, а низкоэффективные и закредитованные – несколько улучшат свое кредитное качество, оставаясь низкоэффективными.

КОГДА ПОСЛЕДНИЙ РАЗ ПЕРЕСМАТРИВАЛИСЬ ЦЕЛЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ ПРИ ПРИНЯТИИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ, ПО РАЗМЕРАМ ПРЕДПРИЯТИЙ (% ОТВЕТОВ)

Рис. 25



Источник: результаты опроса предприятий.

Однако адаптация бизнеса к проводимой денежно-кредитной политике, направленной на снижение инфляции и поддержание ее на стабильно низком уровне, все же происходит. Среди предприятий, которые провели корректировку своих инвестиционных ориентиров (особенно в течение трех последних лет), 34% стали считать допустимыми более низкую рентабельность или более медленную окупаемость (Рис. 26). Снижение стоимости заимствований по мере закрепления инфляции вблизи 4% и роста ВВП было основным фактором, который предопределил такое поведение компаний (Рис. 27). После пересмотра 19% компаний, напротив, ужесточили свои цели по инвестициям, установив более высокую рентабельность или более короткие сроки окупаемости проектов. На них повлияли, прежде всего, усиление риска, связанного с изменением валютного курса, и необходимость соответствовать отраслевым показателям или критериям, применяемым основными конкурентами в части доходности инвестиционных проектов в отрасли (Рис. 27).

ИЗМЕНЕНИЕ ЦЕЛЕВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ПРИ ПРИНЯТИИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ (%)

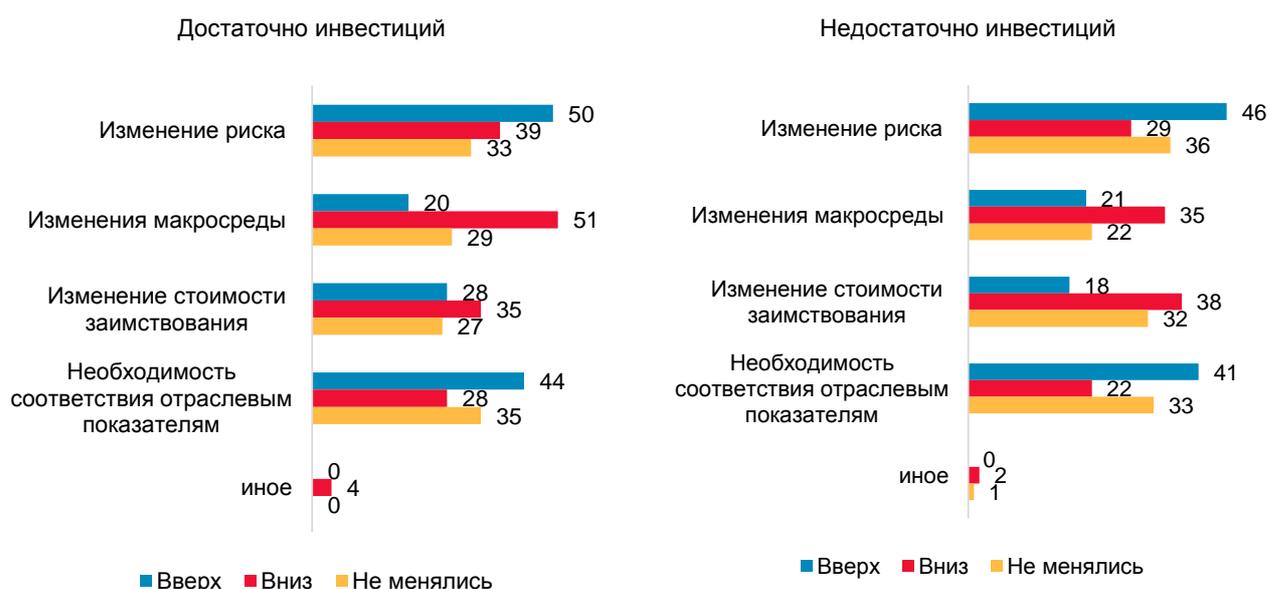
Рис. 26

Изменение целевых показателей	Всего по выборке				Достаточно инвестиций				Недостаточно инвестиций			
	Вверх	Вниз	Не менялись	Всего, %	Вверх	Вниз	Не менялись	Всего, %	Вверх	Вниз	Не менялись	Всего, %
Менее 1 года назад	10	13	22	46	13	14	26	53	8	12	20	40
От 1 до 3 лет назад	6	10	16	32	8	8	13	30	5	12	18	35
От 3 до 5 лет назад	1	7	3	11	2	7	3	12	1	6	3	11
Более 5 лет назад	1	4	5	10	0	2	3	6	2	5	7	14
Всего	19	34	47	100	23	32	45	100	16	35	48	100

Источник: результаты опроса предприятий.

ВЛИЯНИЕ ФАКТОРОВ НА ИЗМЕНЕНИЕ ЦЕЛЕВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ (% ОТВЕТИВШИХ)

Рис. 27



Источники: результаты опроса предприятий.

Разочарование результатами инвестиций

Предприятия могут отказываться от производственных инвестиций, испытывая последствия рецессии в экономике, снизившей отдачу от предыдущих инвестиций. Компании, которые инвестировали слишком мало, скорее всего, будут иметь более высокие ожидаемые нормы доходности от инвестиций, чем фактически полученные теми, кто инвестировал на достаточном для себя уровне. С учетом временных лагов от осуществления инвестиций различия между ожидаемой и фактической доходностью в России предположительно проявились только в последние годы, влияя на инвестиционные планы некоторых предприятий. Ключевой вопрос состоит в том, как проявляется это влияние. Компании, столкнувшиеся с более низкой, чем ожидалось, доходностью, в конечном итоге могут снизить свои барьерные ставки доходности до более реалистичных уровней и продолжать инвестировать или сохранить свои барьерные ставки и в результате сократить или прекратить дальнейшие инвестиции.

Согласно нашему опросу, только 26% предприятий сообщили, что их ожидаемая норма доходности от инвестиций превышает доходность, полученную от реализации недавних инвестпроектов (Рис. 28). Эта доля чуть ниже для малого бизнеса (18%) (Рис.

29). При этом важно отметить, что нет никаких различий в ответах производителей, которые инвестировали мало или на достаточном уровне. Таким образом, у нас нет оснований утверждать, что разница между ожидаемой и фактической доходностью сдерживала предприятия от инвестиционных вложений. У основной доли предприятий (59%) ожидаемая норма доходности совпадает с полученной по инвестиционным проектам в 2016–2018 годах.

ОЖИДАЕМАЯ И ПОЛУЧЕННАЯ ПРИ РЕАЛИЗАЦИИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ В 2016–2018 ГОДАХ СРЕДНЯЯ НОРМА ДОХОДНОСТИ, ПО УРОВНЮ ИНВЕСТИЦИЙ (% ОТВЕТИВШИХ)



Рис. 28

ОЖИДАЕМАЯ И ПОЛУЧЕННАЯ ПРИ РЕАЛИЗАЦИИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ В 2016–2018 ГОДАХ СРЕДНЯЯ НОРМА ДОХОДНОСТИ, ПО РАЗМЕРУ ПРЕДПРИЯТИЙ (% ОТВЕТИВШИХ)

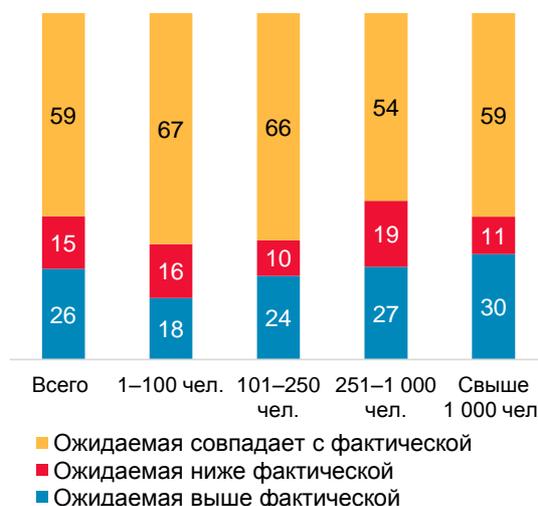


Рис. 29

Источник: результаты опроса предприятий.

Источник: результаты опроса предприятий.

ОЖИДАЕМАЯ И ПОЛУЧЕННАЯ НОРМА ДОХОДНОСТИ ОТ ИНВЕСТИЦИЙ (% ОТВЕТИВШИХ)

Рис. 30

	% ответивших	Ожидаемая норма доходности				
		1–5%	6–10%	11–15%	16–20%	>20%
Полученная норма доходности	1–5%	5,0	5,0	1,1	1,4	2,5
	6–10%	1,1	29,2	6,3	0,6	1,1
	11–15%	0,6	5,8	16,0	4,7	1,4
	16–20%	1,4	0,3	3,0	3,9	2,2
	>20%	1,1	0,0	0,6	1,4	4,7

Источник: результаты опроса предприятий.

Таким образом, обследование показывает, что в 2016–2018 годах инвестиции носили в основном замещающий характер, что объясняет их низкую чувствительность к кредитным ставкам. Если такая модель инвестиционного поведения компаний сохранится, смягчение денежно-кредитной политики окажет лишь слабый эффект на рост инвестиций в промышленности.

Относительно низкая инвестиционная активность промышленных компаний в период 2016–2018 годов была обусловлена сочетанием целого ряда ограничений, которые во многом носят нефинансовый характер. Поэтому для ускорения роста инвестиций необходимо в первую очередь решать структурные проблемы в экономике, проводить меры, ориентированные на улучшение делового климата, развитие конкуренции и снижение доли госсектора.

Литература

Шесть драйверов инвестиционного роста в России / АКРА. 2018. 4 апреля.
<https://www.acra-ratings.ru/research/667>.

The financial system and productive investment: new survey evidence // Bank of England Quarterly Bulletin. 2017. Q1. <https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2017/q1/the-financial-system-and-productive-investment-new-survey-evidence>.

Bloom N. The impact of uncertainty shocks // *Econometrica*. 2009. No. 77. Pp. 623–85.

Bloom N., Bond S., Van Reenen J. Uncertainty and investment dynamics // *Review of Economic Studies*. 2007. Vol. 74. Pp. 391–415.

Dixit A.K., Pindyck R.S. Investment under uncertainty. Princeton: Princeton University Press, 1994.

Lazonick W. The US stock market and the governance of innovative enterprise // *Industrial and Corporate Change*. 2007. Vol. 16, no. 6. Pp. 983–1035.

Investing in growth: Europe's next challenge / McKinsey Global Institute. 2012.
https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Featured%20Insights/Europe/Investing%20in%20growth/MGI_Europe_Investing_Executive_Summary_Dec2012.ashx.

Milberg W., Winkler D. Financialisation and the dynamics of offshoring in the USA // *Cambridge Journal of Economics*. 2010. Vol. 34, no. 2. Pp. 275–293.

Orhangazi O. Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector // *Cambridge Journal of Economics*. 2008 Vol. 32, no. 6. Pp. 863–886.

Приложение

Перечень вопросов, используемых при опросе предприятий

1. Укажите вид деятельности по ОКВЭД2.
2. Укажите количество человек, работающих в настоящее время на предприятии.
3. Уточните форму собственности предприятия.
(Варианты ответов: 1) чисто государственная и/или муниципальная; 2) чисто частная (без участия госорганов); 3) смешанная российская (частная + гос./муниц.); 4) совместная с иностранным капиталом или иностранная; 5) другая).
4. Достаточно ли было инвестиций на вашем предприятии в 2016–2018 гг.?
(Варианты ответов: 1) да, достаточно; 2) нет, их было слишком мало; 3) нет, их было слишком много).
5. Какие факторы сдерживали инвестиционную активность в 2016–2018 гг.?
(Варианты ответов: 1) нехватка квалифицированных кадров; 2) недостаток собственных финансовых средств; 3) более высокая/быстрая отдача от инвестиций за рубежом; 4) более высокая/быстрая отдача от неинвестиционных расходов (например, слияние и поглощение); 5) высокая стоимость заемного финансирования; 6) неразвитость производственной и социальной инфраструктуры; 7) ожидаемая доходность ниже целевого уровня; 8) длительный срок окупаемости инвестиций; 9) высокий уровень неопределенности экономической ситуации; 10) ограниченная возможность для получения заемных средств; 11) неприятие риска; 12) высокая регуляторная нагрузка; 13) давление финансового рынка на краткосрочную доходность; 14) слабая защита прав собственности).
6. Какая часть потребностей в инвестициях в 2016–2018 гг. была удовлетворена за счет: 1) прибыли после уплаты процентов, налогов и дивидендов; 2) всех форм банковских кредитов; 3) торговых и прочих небанковских кредитов; 4) выпуска/продажи ценных бумаг (акций, облигаций и др.); 5) лизинга или аренды основных средств; 6) финансирования счетов (например, дисконтирование/факторинг).
(Варианты ответов: 0% / 1–10% / 11–25% / 26–50% / 51–100%).
7. Какая доля прибыли (после уплаты процентов и налогов) была использована на вашем предприятии в 2016–2018 гг. по следующим направлениям: 1) финансирование инвестиций; 2) выплата дивидендов владельцам и акционерам; 3) сохранение в качестве денежных средств на балансе предприятия; 4) покупка финансовых активов (включая слияния и поглощения).
(Варианты ответов: 0% / 1–10% / 11–25% / 26–50% / 51–100%).
8. Какие из следующих утверждений характеризуют ситуацию на вашем предприятии в 2016–2018 гг.?
(Варианты ответов: 1) предприятие может занимать на срок, который необходим; 2) предприятие может занимать столько, сколько необходимо; 3) залоговое обеспечение не является ограничением для предприятия; 4) уровень процентной ставки по кредиту

приемлемый для роста инвестиционной активности предприятия; 5) акционерный капитал дороже, чем заемный; 6) кредитная история влияет на доступ к финансированию; 7) долговое финансирование ослабляет контроль над бизнесом; 8) последние 3 года – не самое подходящее время для привлечения долгового финансирования; 9) предприятие не подавало заявку на получение кредита, поскольку это слишком дорого; 10) предприятие не подавало заявку на получение кредита, поскольку, скорее всего, был бы получен отказ; 11) предприятие не хочет иметь никаких долгов; 12) предприятие не обращалось за заемными средствами за последние 3 года, так как в этом не было необходимости).

9. На какие целевые показатели ориентировалось ваше предприятие при принятии инвестиционных решений в 2016–2018 гг.?

(Варианты ответов: 1) на пороговую (минимально допустимую) норму доходности инвестиций (hurdle rate); 2) на относительную норму доходности инвестиций (т.е. доходность на X% выше стоимости заемных средств); 3) на целевое значение срока окупаемости инвестиций; 4) на среднюю норму доходности в отрасли или у основных конкурентов; 5) на плановую замену оборудования (капитала, технологии); 6) на замену оборудования по факту его поломки; 7) на плановое обучение персонала по программам повышения квалификации; 8) на внеплановое обучение персонала в связи с производственной необходимостью или нехваткой кадров; 9) на оценку дисконтированного денежного потока (в сравнении с текущей стоимостью капитала); 10) на оценку чистой приведенной стоимости инвестиционного проекта (NPV); 11) на что-то еще).

10. Какие примерно значения имеют нижеперечисленные показатели: 1) текущая минимально допустимая норма доходности инвестиций (если она используется вами); 2) средняя норма доходности по инвестиционным проектам в 2016–2018 гг.; 3) средняя ставка по банковским кредитам, полученным вами в 2018 г.; 4) ожидаемая норма доходности в случае, если бы Ваше предприятие сейчас получило бы средства на реализацию необходимого инвестиционного проекта; 5) ожидания по инфляции, заложенные на период реализации данного инвестпроекта.

(Варианты ответов: 1–5% / 6–10% / 11–15% / 16–20% / > 20%).

11. Когда последний раз пересматривались целевые показатели, используемые при принятии инвестиционных решений?

(Варианты ответов: 1) менее чем год назад; 2) более чем 1 год назад, но менее 3 лет назад; 3) более чем 3 года назад, но менее 5 лет назад; 4) более чем 5 лет назад).

12. Как изменились целевые показатели после их пересмотра?

(Варианты ответов: 1) вверх (более высокий возврат / более быстрая окупаемость; 2) более чем 1 год назад, но менее 3 лет назад вниз (более низкая рентабельность / более медленная окупаемость); 3) не менялись).

13. Каковы основные факторы, влияющие на изменение целевых показателей, которые используются при принятии инвестиционных решений?

(Варианты ответов: 1) изменение риска (например, инфляционный риск, риск быстрого роста компании, риск изменения валютного курса); 2) изменения макросреды (например, более высокая/низкая инфляция и рост ВВП); 3) изменение стоимости заимствования (т.е. процентных ставок); 4) необходимость соответствия отраслевым показателям или критериям, применяемым основными конкурентами; 5) что-то еще).