



Уральский
федеральный
университет

имени первого Президента
России Б.Н.Ельцина

Высшая школа
экономики
и менеджмента

ИНВЕСТИЦИИ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ОРГАНИЗАЦИЙ

Учебное пособие



Министерство науки и высшего образования
Российской Федерации
Уральский федеральный университет
имени первого Президента России Б. Н. Ельцина

ИНВЕСТИЦИИ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ОРГАНИЗАЦИЙ

Учебное пособие

Под общей редакцией
доктора экономических наук, профессора
Т. К. Руткаускас

Рекомендовано методическим советом
Уральского федерального университета
для студентов вуза, обучающихся
по направлению подготовки
38.03.01 — Экономика

Екатеринбург
Издательство Уральского университета
2019

УДК 330.322(075.8)

ББК 65.291-56я73

И58

Авторы:

д-р экон. наук, проф. Т. К. Руткаускас (введение, гл. 1–11, заключение, библиографический список), д-р экон. наук, проф. А. Ю. Домников (гл. 5–6), канд. экон. наук, доц. Л. А. Медведева (гл. 1, 3, 4), ст. преп. Ф. Р. Бабанова (гл. 2, 4, библиографический список), соискатель К. В. Руткаускас (гл. 3, 4, 10, приложение), ст. преп. М. О. Федоренко (гл. 7, 8), ст. преп. М. В. Попов (гл. 8, 11).

Рецензенты:

кафедра «Менеджмент» Российского государственного профессионально-педагогического университета (протокол № 9 от 09.04.2018; завкафедрой — д-р экон. наук, доц. *В. А. Шапошников*);

д-р техн. наук, доц., руководитель Центра развития и размещения производительных сил Института экономики Уральского отделения Российской академии наук *М. Б. Петров*

Инвестиции и инвестиционная деятельность организаций : учебное пособие / Т. К. Руткаускас [и др.] ; под общ. ред. д-ра экон. наук, проф. Т. К. Руткаускас. — Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2019. — 316 с.

ISBN 978-5-7996-2636-5

Изложены теоретические, методологические и практические основы инвестиций и инвестиционной деятельности организаций, рассмотрены вопросы государственной инвестиционной политики, классификации инвестиционного и финансового рынков, методологических основ принятия инвестиционных решений по реальным и финансовым инвестициям, инвестиционного портфеля в целом с учетом инфляции, фактора неопределенности и риска. Особое внимание уделено капитальному строительству как объекту инвестиционной деятельности, финансовому обеспечению инвестиционного процесса, финансированию инновационной деятельности, инвестиционным рискам и управлению ими.

Учебное пособие предназначено для подготовки бакалавров, а также адресовано слушателям дополнительных образовательных программ, аспирантам и магистрантам экономического направления, руководителям организаций (предприятий), предпринимателям, менеджерам.

Библиогр.: 41 назв. Табл. 22. Рис. 13. Прил. 1.

УДК 330.322(075.8)

ББК 65.291-56я73

ISBN 978-5-7996-2636-5

© Уральский федеральный университет, 2019

Оглавление

Введение	6
Глава 1. Инвестиции и инвестиционная деятельность в рыночной экономике	10
1.1. Экономическая сущность и формы (виды) инвестиций	10
1.2. Инвестиционная деятельность: понятие, субъекты и объекты.....	17
1.3. Виды ресурсов, используемые в инвестиционной деятельности.....	20
1.4. Инвестиционный процесс и его стадии (этапы).....	25
1.5. Понятие инвестиционного механизма и взаимосвязь интересов субъектов инвестиционной деятельности	29
1.6. Проблемы инвестиционной деятельности и направления повышения эффективности инвестиционных процессов.....	34
Контрольные вопросы и задания.....	36
Глава 2. Инвестиционная политика в России и ее государственное регулирование	38
2.1. Инвестиционная политика, ее сущность и роль в современных условиях	38
2.2. Государственное регулирование инвестиционного процесса.....	42
2.3. Инвестиционная привлекательность в России.....	51
Контрольные вопросы и задания.....	56
Глава 3. Инвестиционные и финансовые рынки. Финансовые и инвестиционные институты. Финансовые инструменты	57
3.1. Характеристика инвестиционного рынка	57
3.2. Классификация финансового рынка и его характеристика.....	66
3.3. Финансовые и инвестиционные институты	72
3.4. Финансовые инструменты: их виды, характеристика	85
3.5. Новые инструменты долгосрочного финансирования.....	90
Контрольные вопросы и задания.....	104
Глава 4. Методические основы принятия инвестиционных решений	105
4.1. Оценка стоимости денежных средств во времени	105
4.2. Учет и оценка инфляции в финансово-экономических расчетах, связанных с инвестиционной деятельностью	111
4.3. Учет фактора неопределенности и риска при оценке экономической эффективности инвестиций.....	117
4.4. Понятие и методы оценки инвестиционных рисков.....	121

4.5. Оценка ликвидности инвестиций: понятие, классификация и методы оценки	130
Контрольные вопросы и задания	135
Глава 5. Инвестиционные проекты и методы оценки их эффективности	137
5.1. Инвестиционный проект: понятие, виды, этапы его создания и реализации	137
5.2. Бизнес-план и его роль в финансовом обосновании инвестиционного проекта	139
5.3. Понятие и оценка эффективности инвестиционных проектов	144
5.4. Оценка социальной эффективности инвестиционных проектов и программ	158
Контрольные вопросы и задания	162
Глава 6. Финансовые инвестиции и методы оценки их эффективности	163
6.1. Методы анализа и оценка инвестиционных качеств финансовых инвестиций. Типы инвесторов	163
6.2. Оценка эффективности отдельных финансовых инструментов	171
6.3. Типы портфелей ценных бумаг и инвестиционных стратегий	176
6.4. Концептуальный подход к управлению портфелем ценных бумаг акционерной компании	180
6.5. Методы леввериджа при решении задач эффективного и безопасного варианта инвестирования финансовых средств в ценные бумаги организаций-эмитентов	184
Контрольные вопросы и задания	187
Глава 7. Формирование и оценка инвестиционного портфеля	189
7.1. Понятие и классификация инвестиционного портфеля	189
7.2. Принципы и этапы формирования инвестиционного портфеля	192
7.3. Методы сравнительной оценки и выбора объектов инвестиций	194
7.4. Оценка ликвидности и риска портфеля инвестиций	201
7.5. Управление инвестиционным портфелем	205
Контрольные вопросы и задания	207
Глава 8. Капитальное строительство как объект инвестиционной деятельности и его организационные основы	208
8.1. Капитальные вложения и капитальное строительство, его технико-экономические особенности	208
8.2. Участники инвестиционного процесса в системе капитального строительства и организация их отношений	216
8.3. Формы и методы государственного регулирования инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений	220
8.4. Финансирование и кредитование капитальных вложений	225
Контрольные вопросы и задания	229

Глава 9. Финансовое обеспечение инвестиционного процесса	231
9.1. Источники финансирования инвестиций и их структура	231
9.2. Общая характеристика собственных инвестиционных ресурсов организаций	234
9.3. Способы мобилизации инвестиционных ресурсов	239
9.4. Привлечение иностранных инвестиций	245
9.5. Проектное финансирование: сущность, источники и организация финансирования	252
Контрольные вопросы и задания	261
Глава 10. Инвестиции в инновации и их финансирование	263
10.1. Инновации, инновационная деятельности и факторы ее определяющие, инновационный процесс	263
10.2. Инвестирование и финансирование инноваций	273
10.3. Венчурный (рисковый) капитал. Венчурное финансирование	277
Контрольные вопросы и задания	283
Глава 11. Инвестиционные риски, методы их снижения и управление ими ...	285
11.2. Инвестиционные риски и методы их снижения	285
11.2. Анализ и управление инвестиционными рисками	296
Контрольные вопросы и задания	301
Заключение	303
Библиографический список	305
Приложение. Краткая характеристика некоторых источников внешнего финансирования инвестиций	309

Введение

Инвестиции — это долгосрочные вложения капитала в различные сферы экономики, инфраструктуру, социальные программы, охрану окружающей среды как внутри страны, так и за рубежом. В современных рыночных экономиках значительная часть инвестиций — финансовые.

Инвестиции играют важную роль как на макроуровне, так и на микроуровне. Они определяют будущее страны в целом, отдельного субъекта хозяйствования и являются движущей силой в развитии экономики.

За последние годы наблюдается тенденция сокращения реальных инвестиций, что отрицательно отразилось на ускорении научно-технического прогресса (НТП) и развитии всего народнохозяйственного комплекса. Инвестиционный кризис в стране оказался более глубоким, чем общий экономический, хотя оба они тесно взаимосвязаны и взаимообусловлены.

Инвестиционная деятельность как вложение инвестиций и осуществление практических действий в целях получения прибыли или достижения иного полезного эффекта связана с формированием инвестиционного портфеля. В общем случае инвестиционный портфель любой организации включает в себя не только портфель инвестиций в ценные бумаги, но и портфель реальных инвестиций, и портфель инвестиций в оборотные средства организации.

Инвестиционная деятельность в рыночных условиях хозяйствования осуществляется на инвестиционном рынке, состоящем из рынка объектов реального инвестирования, рынка объектов финансового инвестирования и рынка объектов инновационного инвестирования. *Рынок объектов реального инвестирования* включает в себя рынок прямых капитальных вложений, рынок недвижимости и рынок прочих объектов (например, драгоценные металлы и изделия и др.). *Рынок объ-*

ектов финансового инвестирования как правило подразделяют на фондовый и денежный.

Основная часть реальных инвестиций реализуется в форме *инвестиционных проектов*. Реализация эффективных инвестиционных проектов может позволить организации выйти из кризисного состояния. Кроме того, среди направлений банковской деятельности в последние годы широкое распространение получили проектное финансирование и инвестиционное кредитование, связанные с финансированием инвестиционных проектов и программ. Осуществление инвестиционных проектов и программ требует длительного времени, что приводит к необходимости учета фактора времени. Для этих целей применяется метод приведения разновременных затрат и результатов по проекту к единому моменту времени, получивший название — *дисконтирование*. При этом в расчетах эффективности инвестиционных проектов основным экономическим нормативом является норма дисконта. Проблема выбора нормы дисконта до настоящего времени остается не до конца решенной.

В экономическом развитии развитых стран важное место занимают *инновационные инвестиции*, представляющие собой вложения в нематериальные активы и обеспечивающие внедрение научных и технических разработок в производство и социальную сферу, т. е. вложения в новшества, приводящие к количественным и качественным улучшениям.

Особую роль в российской экономике играют *иностраннные инвестиции*, под которыми следует понимать вложение иностранного капитала в объект предпринимательской деятельности на территории Российской Федерации в виде объектов гражданских прав, принадлежащих иностранному инвестору, если такие объекты гражданских прав не изъяты из оборота или не ограничены в обороте Российской Федерации в соответствии с федеральными законами, в том числе вложение денег, ценных бумаг (в иностранной валюте, валюте Российской Федерации), иного имущества, имущественных прав, имеющих денежную оценку исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности (интеллектуальная собственность), а также услуг и информации.

Оценивая эффективность инвестиций, большое и существенное внимание уделяют проблемам учета инфляции, риска и неопределенности, их количественной оценке и рассмотрению организационно-экономического механизма их предотвращения и снижения.

Цель дисциплины — ознакомление с основными ее разделами и вооружение научными и практическими знаниями в области инвестиций и, как следствие, всемерное содействие активизации инвестиционного процесса и подъему производственного потенциала страны.

Наука инвестирования **тесно связана** с наукой управления и, прежде всего, с финансовыми науками, менеджментом, экономической теорией, философией, социологией, политологией, математикой, экономическим анализом, статистикой и др.

Задачи дисциплины — изучение вопросов сущности инвестиций как экономической категории, их роли и значения на макро- и микроуровне; классификации инвестиций и их структуры; государственной инвестиционной политики и регулирования инвестиционного процесса; классификации инвестиционного и финансового рынков, инвестиционных и финансовых институтов, видов финансовых инструментов; методологических основ принятия инвестиционных решений по реальным и финансовым инвестициям с учетом инфляции, неопределенности и риска; формирования и оценки инвестиционного портфеля и управления им; сущности капитального строительства как объекта инвестиционной деятельности и капитальных вложений, их финансирования и кредитования; финансового обеспечения инвестиционного процесса и инновационной деятельности; методов снижения инвестиционных рисков и управления ими.

Изучение дисциплины «Инвестиции и инвестиционная деятельность организаций» основывается на использовании различных *методов*, среди которых выделяются следующие:

- экспертные (оценочные), или эвристические методы. Они основаны на использовании косвенной и неполной информации, опыта специалистов-экспертов, интуиции;
- методы социально-экономического анализа. Социально-экономический анализ представляет собой всестороннее изучение социально-экономической деятельности, познание внутренних связей и зависимости явлений с целью определения прогрессивных тенденций развития и возможностей совершенствования общественных отношений и производства;
- экономико-математические методы. Они представляют собой специфические приемы анализа социально-экономических систем, инвестиционных проектов и равновесия экономики.

Основным же методом данного направления науки является анализ и синтез исследуемого предмета. Специфика анализа и синтеза как метода инвестиций состоит в разложении, расчленении экономических систем и протекающих в них процессов на их составные части и на этой основе определении ведущих звеньев, «узких» мест, ключевых проблем развития.

В учебном пособии изложены все перечисленные вопросы с той или иной степенью детализации. Теоретический материал сопровождается практическими примерами, таблицами и рисунками. Последовательное освоение предложенного авторами материала позволяет обучающемуся закрепить практические навыки на основе полученных им теоретических знаний.

Авторы будут признательны читателям за предложения по улучшению структуры и содержания учебного пособия.

Авторы выражают благодарность за помощь в техническом форматировании книги ведущему инженеру кафедры «Банковский и инвестиционный менеджмент» УрФУ Н. Н. Горбунову.

Глава 1

Инвестиции и инвестиционная деятельность в рыночной экономике

1.1. Экономическая сущность и формы (виды) инвестиций

И *нвестиции* (от лат. *invest* — вкладывать) — осуществление определенных экономических проектов в настоящем с расчетом получить доходы в будущем.

В Федеральном законе «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ *инвестиции* определяются как «денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права и иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и/или иной деятельности в целях получения прибыли и/или достижения иного полезного эффекта».

Под инвестициями в широком смысле понимают денежные средства, имущественные и интеллектуальные ценности государства, юридических и физических лиц, направляемые на создание новых предприятий, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих, приобретение недвижимости, активов, акций, облигаций и других ценных бумаг с целью получения прибыли и/или иного положительного эффекта.

Необходимо отметить, что по экономическому содержанию к инвестициям не относятся так называемые «потребительские вложения» (покупка автомобилей, телевизоров, квартир, дач и т. п.), которые не приводят к росту капитала и получению прибыли. Эти средства, как правило, расходуются на непосредственное долгосрочное потребление, не приносящее прибыли, и если их приобретение не преследует цели последующей продажи или производственного использования.

Инвестиции — вложение капитала с целью последующего его увеличения. Прирост капитала должен быть достаточным для того, чтобы компенсировать инвестору отказ от использования имеющихся средств на потребление в текущем периоде, вознаградить его за риск, возместить возможные потери от инфляции в предстоящем периоде.

Капитал — то, что способно приносить доход; ресурсы, созданные людьми для производства товаров и услуг; вложенный в дело, функционирующий источник в виде средств производства.

Источник прироста капитала, движущий мотив осуществления инвестиций — получение прибыли. Вложение капитала и получение прибыли могут происходить в различном временном порядке: последовательно, параллельно и интервально. При последовательном протекании этих процессов прибыль получается сразу же после завершения процесса инвестирования. При параллельности их протекания получение прибыли возможно еще до полного завершения инвестирования (например, после первого его этапа). При интервальном протекании рассматриваемых процессов между завершением инвестирования и получением прибыли проходит определенное время. Этот разрыв во времени принято называть *лагом*.

Таким образом, *лаг временной* — показатель, отражающий отставание или опережение во времени одного явления по сравнению с другим (например, время от момента вложения средств до получения отдачи (прибыли)).

Продолжительность лага зависит от форм инвестирования, особенностей конкретных инвестиционных проектов и других факторов.

Таким образом, под инвестициями подразумевается вложение любых средств в материальные, нематериальные и финансовые активы с целью получения прибыли или иного полезного эффекта.

Экономическая сущность инвестиций может быть раскрыта при группировке их многочисленных видов по различным классификационным признакам (табл. 1).

Кроме того, существуют и другие классификационные признаки.

По степени риска различают инвестиции:

- **безрисковые** — характеризуют вложения средств в объекты инвестирования, по которым отсутствует реальный риск потери ожидаемого дохода или капитала и практически гарантируется запланированный результат;

- **с уровнем допустимого риска** — предполагают возможность потери ожидаемой чистой расчетной прибыли;
- **с уровнем критического риска** — предполагают потери не только прибыли, но и всей ожидаемой суммы расчетного валового дохода;
- **с уровнем катастрофического риска** — допускают возможность потери всех собственных активов, например, в результате банкротства.

Таблица 1

Классификация инвестиций

№ п/п	Признак	Виды инвестиций, их характеристика
1	По объектам вложения средств	<i>Реальные</i> — совокупность вложений в <i>реальные экономические активы</i> : материальные ресурсы (элементы физического капитала, прочие материальные активы) и нематериальные активы (научно-техническая, интеллектуальная продукция и т. д.). Важнейшая составляющая реальных инвестиций — инвестиции, осуществляемые в форме капитальных вложений, так называемые <i>капиталообразующие инвестиции</i> или <i>реальные инвестиции в узком смысле слова</i>); <i>Финансовые</i> — вложение средств в различные <i>финансовые активы</i> — ценные бумаги, паи и долевые участия, банковские депозиты и т. п.
2	По отраслевому признаку	Инвестиции в <i>промышленность</i> (топливную, энергетическую, химическую, нефтехимическую, пищевую, легкую, деревообрабатывающую и целлюлозно-бумажную, машиностроение и металлообработку, черную и цветную металлургию и др.): <i>сельское хозяйство</i> ; <i>строительство</i> ; <i>транспорт и связь</i> ; <i>торговлю и общественное питание</i> и пр.
3	По роли и месту в процессе инвестиционной деятельности	<i>Материальные</i> (имущественные) — вложения в здания, сооружения, оборудование, приспособления, инструмент, инвентарь и др.; <i>Нематериальные</i> — вложения в проведение кампаний по найму и подготовке кадров, в научные исследования, разработку рекламы, приобретение патентных, лицензионных прав, прав на участие в управлении другими фирмами и т. п.
4	По полноте охвата жизненного цикла продукта	Охватывающие <i>полный жизненный цикл</i> продукта; Охватывающие <i>отдельные элементы жизненного цикла</i> (научные исследования, проектно-конструкторские разработки, расширение и реконструкция действующего производства, организация выпуска новой продукции, утилизация производства и т. п.

Продолжение табл. 1

№ п/п	Признак	Виды инвестиций, их характеристика
5	По цели инвестирования	<p><i>Прямые</i> — вложения в уставные капиталы организаций (фирм, компаний, предприятий) с целью установления <i>непосредственного контроля и управления объектом инвестирования</i>. Они направлены на расширение сферы влияния, обеспечение будущих финансовых интересов, а не только на получение дохода;</p> <p><i>Портфельные</i> — средства, вложенные в экономические активы с целью извлечения дохода (в форме прироста рыночной стоимости объектов инвестирования, дивидендов, процентов, других денежных выплат) и диверсификации рисков. Они представляют собой покупку акций, не дающих право вкладчикам влиять на функционирование организаций и составляющих менее 10 % в общем акционерном капитале организации, а также облигаций, векселей и других долговых ценных бумаг собственного и заемного капитала</p>
6	По характеру участия в инвестировании	<p><i>Прямые</i> — предполагают непосредственное участие инвестора в выборе объектов инвестирования и вложения средств;</p> <p><i>Непрямые</i> — инвестиции, реализуемые через посредника (услуги более компетентных лиц, например, инвестиционных фондов и других финансовых компаний)</p>
7	Инвестиции, осуществляемые в форме капитальных вложений	<p><i>Оборонительные</i> — направлены на снижение риска по приобретению сырья, комплектующих изделий, на удержание уровня цен, защиту от конкурентов и т. д.;</p> <p><i>Наступательные</i> — обусловлены поиском новых технологий и разработок с целью поддержания высокого научно-технического уровня производимой продукции (работ, услуг);</p> <p><i>Социальные</i> — целью является улучшение условий труда персонала;</p> <p><i>Обязательные</i> — необходимость их связана с удовлетворением государственных требований в части экологических стандартов, безопасности продукции, иных условий деятельности, которые не могут быть обеспечены за счет только совершенствования менеджмента;</p> <p><i>Представительские</i> — направлены на поддержание престижа организации (предприятия)</p>
8	В зависимости от направленности действий	<p><i>Нетто-инвестиции</i> (начальные) — вклады, осуществляемые, например, при приобретении или основании организации (предприятия);</p> <p><i>Экстенсивные</i> — направлены на расширение производственного потенциала;</p>

Окончание табл. 1

№ п/п	Признак	Виды инвестиций, их характеристика
8	В зависимости от направленности действий	<i>Реинвестиции</i> — вложение высвободившихся инвестиционных средств в покупку или изготовление новых средств производства; <i>Брутто-инвестиции</i> — совокупные вклады, охватывающие нетто-инвестиции и реинвестиции
9	Инвестиции, осуществляемые в форме капитальных вложений (согласно теории экономического анализа)	Инвестиции, направляемые на <i>замену оборудования</i> , изношенного физически и/или морально; Инвестиции на <i>модернизацию</i> оборудования (цель — снижение издержек производства, повышение качества продукции); Инвестиции в <i>расширение производства</i> (увеличение выпуска товаров для сформировавшихся рынков в рамках существующих производств при расширении спроса на продукцию или переход на выпуск новых видов продукции); Инвестиции на <i>диверсификацию</i> (связаны с изменением номенклатуры продукции, производством новых ее видов, организацией новых рынков сбыта); <i>Стратегические</i> инвестиции (направлены на внедрение достижений научно-технического прогресса, повышение конкурентоспособности продукции, снижение хозяйственных рисков)
10	По формам собственности	<i>Частные</i> (негосударственные) — вложения средств частных инвесторов: граждан и организаций (предприятий) негосударственной формы собственности; <i>Государственные</i> — вложения, осуществляемые государственными органами управления, а также организациями (предприятиями) государственной формы собственности; <i>Иностранные</i> — вложения средств иностранных граждан, фирм, организаций, государств; <i>Совместные</i> (смешанные) — вложения, осуществляемые субъектами данной страны и иностранных государств
11	По региональному признаку	<i>Внутренние (национальные)</i> — вложения средств в объекты инвестирования внутри данной страны; <i>Инвестиции за рубежом</i> — вложения средств в объекты инвестирования, размещенные за пределами данной страны
12	В зависимости от сферы вложения средств в организации	<i>Производственные</i> — вложения, направленные непосредственно на развитие производства; <i>Непроизводственные</i> — вложения, направленные на развитие социальной инфраструктуры организации (предприятия)
13	По периоду инвестирования	<i>Краткосрочные</i> (до одного года); <i>Среднесрочные</i> (от одного года до трех лет); <i>Долгосрочные</i> (свыше трех лет)

Предельными значениями вероятности *риска финансовых потерь при инвестировании* по оценке специалистов являются:

- для инвестиций с уровнем допустимого риска — 0,1;
- инвестиций с уровнем критического риска — 0,01;
- инвестиций с уровнем катастрофического риска — 0,001.

Это означает, что рассматриваемый инвестиционный проект должен быть отклонен, если известно, что в одном случае из 10 подобных проектов была потеряна вся прибыль; в одном случае из 100 — потерян весь валовой доход; в одном случае из 1000 — потеряны все активы.

Иногда инвестиции подразделяют *по полноте охвата ими составляющих ресурсов* на *валовые* и *чистые*.

Валовые инвестиции (ВИ) характеризуют общий объем инвестируемых средств, направленных на новое строительство, приобретение средств производства, на прирост товароматериальных запасов и других физических активов.

Чистые инвестиции (ЧИ) есть сумма валовых инвестиций, уменьшенная на сумму амортизационных отчислений (А) в определенном периоде:

$$\text{ЧИ} = \text{ВИ} - \text{А}. \quad (1)$$

По *источникам средств финансирования проекта* выделяют инвестиции, осуществляемые на основе *собственных финансовых ресурсов, заемных и прочих привлеченных средств*.

К **собственным** финансовым ресурсам относятся прибыль, амортизационные отчисления, фонды накопления и сбережения и другие внутрихозяйственные резервы инвестора, а также средства, выплачиваемые органами страхования в виде возмещения потерь от аварий и др.

К **заемным** финансовым средствам инвесторов относятся банковские и бюджетные кредиты, облигационные займы и другие средства, полученные по долговым обязательствам. С переходом на рыночные условия хозяйствования относительно новыми источниками инвестиционных ресурсов являются налоговый инвестиционный кредит и инвестиционный лизинг.

Инвестиционный налоговый кредит представляет собой сумму начисленных налогов, подлежащих внесению в государственный бюджет, но лишь после окончания льготного периода завершения инвестиционной деятельности, под которую такой налоговый кредит и предоставлен. Такие отсроченные органами власти налоговые платежи до времени

остаются в обороте фирмы и выступают как дополнительный источник ее инвестиционных ресурсов. В соответствии со ст. 66 части 1 Налогового кодекса Российской Федерации (НК РФ) инвестиционный налоговый кредит может быть предоставлен по налогу на прибыль организации, а также по региональным и местным налогам (в ред. Федерального закона от 27.07. 2006 г. № 137-ФЗ) на срок от одного года до пяти лет. Срок может быть установлен и до десяти лет по основанию, указанному в пп. 6 п. 1 ст. 67 НК РФ, где сказано, что, если организация-налогоплательщик включена в реестр резидентов зоны территориального развития в соответствии с Федеральным законом «О зонах территориального развития в Российской Федерации и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (введен Федеральным законом от 03.12.2011 г. № 392-ФЗ).

В каждом отчетном периоде суммы, на которые уменьшаются платежи по налогу, не могут превышать 50 % размеров соответствующих платежей по налогу, определенных по общим правилам без учета наличия договоров об инвестиционном налоговом кредите. При этом накопленная в течение налогового периода сумма кредита не может превышать 50 % суммы налога, подлежащего уплате организацией за этот налоговый период.

Инвестиционный лизинг рассматривается как одна из разновидностей долгосрочного кредита, предоставляемого в натуральной форме и погашаемого в рассрочку. *Лизинг* — это вид предпринимательской деятельности, направленный на инвестирование временно свободных или привлеченных финансовых средств, когда по договору лизингодатель обязуется приобрести в собственность обусловленное договором имущество лизингополучателю за плату во временное пользование для предпринимательских целей. Классический лизинг предусматривает участие в нем трех сторон: лизингодателя, лизингополучателя и продавца (поставщика) имущества. Основой любой лизинговой сделки является финансовая операция, при которой собственник имущества (лизингодатель) сначала приобретает имущество за счет собственных или привлеченных им средств, а затем передает его для производственного использования физическому или юридическому лицу, выплачивающего стоимость имущества не единовременно, как при его покупке, а постепенно, в течение всего срока лизинга.

Организация-лизингополучатель имеет возможность использовать предоставленное имущество без мобилизации крупных финансовых

ресурсов и без привлечения кредитов, сохраняя при этом устойчивое финансовое положение, определяемое по соотношению заемных и собственных средств. Именно поэтому наибольшей популярностью инвестиционный лизинг пользуется у мелких и средних организаций. При организации новых производств лизинг дает возможность сформировать необходимый парк оборудования без больших начальных инвестиций.

К *привлеченным* финансовым ресурсам относятся средства, получаемые от продажи акций, паевые и другие дополнительные взносы отечественных и зарубежных инвесторов; денежные средства, централизуемые объединениями (союзами) организаций в установленном порядке; средства различных уровней бюджетов и внебюджетных фондов (фондов поддержки предпринимательства и др.).

Существующее в практике деление финансовых источников на собственные, заемные и привлеченные весьма условно. В зависимости от условий, на которых привлекаются финансы, они могут быть отнесены к собственным в случае привлечения их на безвозвратной основе и/или к заемным, если они взяты на возвратной основе.

Классификация форм (видов) инвестиций и типов инвесторов (см. п. 6.1 настоящего пособия) позволяет организации (предприятию) более эффективно управлять инвестиционным портфелем.

Таким образом, под *инвестициями* подразумевается *вложение любых средств в материальные, нематериальные и финансовые активы с целью получения прибыли или другого эффекта.*

1.2. Инвестиционная деятельность: понятие, субъекты и объекты

Совокупность практических действий по реализации инвестиций называется *инвестиционной деятельностью*, а лица, осуществляющие инвестиции — *инвесторами*. Другим словами *инвестиционная деятельность* — это деятельность, связанная с вложением средств в объекты инвестирования с целью получения дохода (эффекта), т. е. *инвестиционная деятельность* — единство процессов вложения ресурсов и получения доходов в будущем.

Инвестиционный процесс предполагает *наличие предмета и субъектов инвестиционной деятельности.*

Предмет инвестиционной деятельности — это те конкретные *объекты*, куда вкладываются инвестиции. Например, вновь создаваемые и модернизируемые основные фонды, и оборотные средства во всех сферах экономики РФ (капитальные вложения); ценные бумаги; целевые денежные вклады; научно-техническая продукция; имущественные права и права на интеллектуальную собственность; ноу-хау и другие объекты собственности.

Основными **субъектами** инвестиционной деятельности выступают *инвесторы и пользователи объектов инвестирования*. Специфика инвесторов заключается в их отказе от немедленного потребления имеющихся средств в пользу удовлетворения собственных потребностей в будущем на новом, более высоком уровне.

В рыночной экономике, как правило, пользователем инвестиций, потребителем капитала выступает сектор деловых фирм, в то время как функции сберегателя, поставщика капитала закрепляются за сектором домашних хозяйств, а инвестированием занимаются специальные учреждения.

Участниками инвестиционной деятельности выступают:

- инвесторы;
- заказчики;
- подрядчики;
- пользователи объектов инвестиционной деятельности;
- другие лица.

По российскому законодательству ими могут быть хозяйствующие субъекты, банковские и небанковские финансово-кредитные институты, посреднические организации, инвестиционные биржи, граждане РФ, иностранные юридические и физические лица, государства и международные организации.

Инвесторами могут быть вкладчики, покупатели, заказчики, кредиторы и другие участники инвестиционной деятельности.

Пользователи объектов инвестиционной деятельности — это юридические, физические лица, государственные и муниципальные органы власти, иностранные государства, международные объединения и организации, использующие объекты инвестирования.

Субъекты инвестиционной деятельности могут выступать одновременно и как инвесторы, и как пользователи объектов инвестирования, а также совмещать функции других участников этой деятельности. Отношения между различными субъектами инвестиционной

деятельности оформляются договором (контрактом) об инвестировании.

Инвесторы выполняют следующие функции:

- осуществляют самостоятельный выбор объектов инвестирования;
- определяют направления, объемы и эффективность инвестиций;
- контролируют их целевое использование.

Инвесторы имеют равные права на:

- осуществление инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений;
- владение, пользование, распоряжение результатами осуществления капитальных вложений и самими объектами;
- передачу по договору и/или государственному контракту своих прав на осуществление капитальных вложений, на их результаты физическим и юридическим лицам, государственным органам и органам местного самоуправления;
- осуществление контроля за целевым использованием средств;
- объединение собственных и привлеченных средств со средствами других инвесторов;
- осуществление других прав, предусмотренных договором и/или государственным контрактом.

Субъекты инвестиционной деятельности обязаны:

- осуществлять инвестиционную деятельность в соответствии с международными договорами РФ, законами, стандартами, нормативно-правовыми актами;
- исполнять требования, предъявляемые государственными органами;
- использовать средства, направляемые на капитальные вложения по целевому назначению.

Инвестиции, рассматриваемые *со стороны объекта*, носят двойственный характер:

во-первых, они выступают как *инвестиционные ресурсы*, которые отражают величину неиспользованного для потребления дохода;

во-вторых, инвестиции представляют собой *вложения (затраты)* в объекты предпринимательской или иной деятельности, определяющие прирост стоимости капитального имущества.

В составе ресурсов, т. е. имущественных и интеллектуальных ценностей, вкладываемых в объекты предпринимательской и других видов деятельности, выделяют следующие *группы инвестиций*:

- денежные средства и финансовые инструменты (целевые банковские вклады, паи, акции и другие ценные бумаги);
- материальные ценности (здания, сооружения, оборудование и другое движимое и недвижимое имущество);
- имущественные, интеллектуальные и иные права, имеющие денежную оценку (нематериальные активы).

Таким образом, *инвестиции*, рассматриваемые *в ресурсном аспекте*, могут существовать в денежной, материальной формах, а также в форме имущественных прав и других ценностей. Однако независимо от формы, которую принимают инвестиционные ресурсы, они едины по своей экономической сущности и представляют собой аккумулированный доход с целью накопления.

С точки зрения *затрат инвестиции* характеризуют направления вложений и выступают как объекты инвестиционной деятельности. Они включают основной и оборотный капиталы, ценные бумаги и целевые денежные вклады, нематериальные активы.

1.3. Виды ресурсов, используемые в инвестиционной деятельности

Ресурсы (от фр. *ressource* — «вспомогательное средство») — это то, что применяется и затрачивается в производственном процессе. Ресурсы, непосредственно участвующие в производстве, называются факторами производства. Все направления и формы инвестиционной деятельности организации осуществляются за счет формируемых ею инвестиционных ресурсов. От характера формирования этих ресурсов во многом зависит уровень эффективности не только инвестиционной, но всей хозяйственной деятельности организации.

Инвестиционные ресурсы — денежные средства и иные активы, привлекаемые для осуществления вложений в объекты инвестирования.

Инвестиционные ресурсы организации представляют собой все формы капитала, привлекаемого ею для осуществления вложений в объекты реального и финансового инвестирования.

Таким образом, инвестиционные ресурсы помимо денежной, могут привлекаться в следующих альтернативных формах (табл. 2):

Таблица 2

Классификация видов ресурсов, используемых в инвестиционной деятельности

№ п/п	Категория ресурсов	Возможные виды ресурсов
1	Финансовые средства и их эквиваленты	деньги и валюта; ценные бумаги (акции и облигации); паи и доли в уставных капиталах; векселя, кредиты и займы; договоры, обязательства, залоги, страховки и прочее
2	Временные рамки и временные затраты	выполнить проект не позднее, не ранее; выполнить проект в период от ... до...; время как характеристика длительности конкретной технологии или процесса (несокращаемая величина)
3	Трудовые затраты	численность, штат; зарботная плата, комиссионные и другие вознаграждения; трудоzатраты (человеко-дни, человеко-часы и т. д.)
4	Индивидуальные качества отдельных работников	предпринимательские способности; опыт, знания и умения; творческие качества (предрасположенность, одаренность, интуиция, везучесть, оригинальность); психологические качества (совместимость, адаптационные способности, активность, темперамент и пр.); ожидания и стимулы трудовой деятельности; здоровье, внешность и прочее
5	Земля	земельные участки (площадь, продуктивность, вода, инфраструктура, климат, природные и рекреационные ресурсы, географические условия, стоимостная оценка)
6	Здания и сооружения (существующие и строящиеся)	отдельные здания и их комплексы; части зданий и отдельные помещения; вспомогательные помещения и сооружения; подъездные пути и площадки; эстакады, трубопроводы и другие инженерные сооружения
7	Машины и оборудование	технологические линии; отдельные комплексы машин и оборудования; измерительные и испытательные средства; технологическая оснастка и инструмент; другое имущество, используемое в производстве и обладающее ликвидностью
8	Технологии	эффективность производства (эффект/затраты); эффективность сбыта; внедренная, располагаемая технология; проведенные исследования, заделы; степень гибкости производства;

Продолжение табл. 2

№ п/п	Категория ресурсов	Возможные виды ресурсов
	Технологии	мощность, производительность; отходы (как характеристика технологии), утечки, потери; выбросы и загрязнения
9	Нематериальные ресурсы	авторские права (программы ЭВМ, отчеты НИОКР и пр.); ноу-хау, патенты и изобретения, промышленные образцы; лицензии; торговые марки, торговые знаки, фирменный стиль; права пользования, в том числе земельные; идеи, проекты и т. п.; информационные массивы, статистика; знания в определенной области; историческая, культурная ценность; престиж; надежность, риск
10	Управленческие ресурсы	концепция управления, которая используется объектом; структура организации; система управления, включая технические аспекты; скорость принятия решений (оперативность управления); коммуникации (способы передачи информации); качество управления, гибкость; используемая стратегия (качество стратегии); корпоративная культура, стиль управления; высшее руководство (внешние связи, философия и подходы к управлению объектом); система безопасности, включая экономическую
11	Рыночный потенциал	контроль над определенной долей рынка; динамика изменений рынка; удовлетворенность потребителей; качество конечного товара (интегральная характеристика); политика цен, сервис, обслуживание и т. п.; качество, количество рекламы
12	Социальные активы (отношения с людьми и обществом)	отношения с общественностью; атмосфера в организации (на предприятии); удовлетворенность, доверие и поддержка работников; способность привлечь высококлассных специалистов; степень влияния на контактные аудитории, СМИ, органы власти; признание заслуг (награды, звания); политические взгляды, пристрастия; благотворительность, меценатство;

Окончание табл. 2

№ п/п	Категория ресурсов	Возможные виды ресурсов
	Социальные активы (отношения с людьми и обществом)	интерес к проблемам экологии и развитию общества; этические и моральные взгляды, религиозность; власть, признание
13	Эстетические, философские активы	художественная гармония, законченность форм, симметрия; гармония с природой; дизайн, привлекательность; проблема нового (эпистемическая ценность); философия (в классическом понимании)

Инвестиционные ресурсы, формируемые организацией в процессе осуществления инвестиционной деятельности, характеризуются рядом особенностей:

- формирование инвестиционных ресурсов является основным исходным условием осуществления инвестиционного процесса;
- процесс формирования инвестиционных ресурсов организации в значительной степени связан с процессом первоначального накопления капитала;
- базой формирования инвестиционных ресурсов организации в определенной степени является и ее капитал, предназначенный к реинвестированию;
- формирование инвестиционных ресурсов сопровождается все стадии жизненного цикла организации, связанные с ее поступательным экономическим развитием;
- формирование и использование инвестиционных ресурсов связано со всеми стадиями инвестиционного процесса организации;
- формирование инвестиционных ресурсов организации представляет собой непрерывный процесс;
- процесс формирования инвестиционных ресурсов носит детерминированный и регулируемый характер;
- формирование инвестиционных ресурсов неразрывно связано с целями и направлениями инвестиционной стратегии организации;

- темпы формирования инвестиционных ресурсов функционирующей организации за счет прибыли определяются временным предпочтением ее собственников (менеджеров);
- эффективное формирование инвестиционных ресурсов в разрезе отдельных их источников является важнейшим условием финансовой устойчивости организации;
- возможность формирования инвестиционных ресурсов организации во многом определяется структурой капитала, достигнутой на предшествующей стадии ее хозяйственного цикла;
- объемы и источники формирования инвестиционных ресурсов во многом определяются стоимостью их привлечения (стоимостью капитала).

Уровень эффективности инвестиционной деятельности организации во многом определяется целенаправленным формированием ее инвестиционных ресурсов. ***Основной целью формирования инвестиционных ресурсов организации является удовлетворение потребности в приобретении необходимых инвестиционных активов и оптимизации их структуры с позиций обеспечения эффективных результатов инвестиционной деятельности.***

С учетом этой цели процесс формирования инвестиционных ресурсов организации строится на основе следующих принципов:

- учет перспектив развития инвестиционной деятельности организации;
- обеспечение соответствия объема привлекаемых инвестиционных ресурсов объему инвестиционных потребностей организации;
- обеспечение оптимальной структуры инвестиционных ресурсов с позиций эффективности инвестиционной деятельности;
- обеспечение минимизации затрат по формированию инвестиционных ресурсов из различных источников;
- обеспечение высокоэффективного использования инвестиционных ресурсов в процессе инвестиционной деятельности.

Реализация этих принципов составляет основное содержание процесса управления формированием инвестиционных ресурсов организации.

Ресурсное обеспечение инвестиционной деятельности является исходной базой, на основе которой осуществляется формирование инвестиционного механизма для реализации поставленных в конкретном

проекте (бизнесе) целей. Наличие ресурсов, их органическое и техническое строение определяют возможности ведения инвестиционной деятельности.

1.4. Инвестиционный процесс и его стадии (этапы)

Процесс (от лат. *processus* — «продвижение») — термин, обычно используемый в таких значениях, как процесс некоего явления, системность состояний, стадий развития и т. д.; совокупность последовательных действий, направленных на достижение какого-либо результата.

Любой **хозяйственный процесс** представляет собой методы и виды производственной (хозяйственной) деятельности организации, которые включают:

- 1) *осуществление закупок*, в ходе чего приобретается товарно-материальный капитал (основные средства), необходимый для осуществления производственных и хозяйственных нужд и приобретения товаров для реализации;
- 2) *производство* — процесс разработки, изготовления продукции, ее выпуск, оказание услуг, другими словами, полный рабочий процесс;
- 3) *реализацию* — на этой стадии происходит осуществление договорных обязательств перед заказчиками и покупателями. При этом выручка от реализации продукции, выполненных работ и оказанных услуг зачисляется на расчетный счет или возникает дебиторская задолженность.

Инвестиционный процесс — это процесс вкладывания ресурсов с целью получения какой-либо выгоды.

Движение инвестиций — это, когда инвестиции последовательно проходят все фазы воспроизводства — от мобилизации до получения дохода (эффекта) и возмещения вложенных средств. Выступает как кругооборот инвестиций, что составляет **инвестиционный цикл**, ограниченный точками во времени.

Инвестиционный цикл делится на отдельные стадии, каждая из которых имеет свои цели и задачи:

1. *Прединвестиционную* — от предварительного исследования до окончательного решения о принятии инвестиционного проекта.

2. *Инвестиционную*, включающую проектирование, процедуры торгов и выбора генерального подрядчика, заключение контракта или договора подряда на строительные, монтажные работы и т. п.

3. *Операционную* (производственную) стадию хозяйственной деятельности организации (предприятия, объекта).

4. *Ликвидационную*, когда происходит ликвидация последствий реализации инвестиционного проекта (ИП).

Каждая стадия инвестиционного процесса выполняется поэтапно.

1. *Прединвестиционная стадия* включает несколько этапов:

- определение инвестиционных возможностей;
- анализ с помощью специальных методов альтернативных вариантов проектов и выбор оптимального, наиболее эффективного проекта;
- заключение по проекту;
- принятие решения об инвестировании.

На прединвестиционной стадии необходимо сформулировать инвестиционный замысел (идентифицировать проект). Инвестиционный замысел отражается в Декларации о намерениях. В Декларации содержатся сведения об инвесторе, местоположении объекта, технических и технологических характеристиках инвестиционного проекта, потребности в различных ресурсах (трудовых, сырьевых, водных, земельных, энергетических), источниках финансирования, воздействии объекта на окружающую среду, сбыте готовой продукции (работ, услуг).

Следующим необходимым документом является Обоснование инвестиций. Этот документ разрабатывается с учетом требований государственных органов и обязательно должен пройти экспертизу. В Обоснованиях инвестиций отражается общая характеристика отрасли и организации (предприятия), цели и задачи проекта, характеристика объектов и сооружений, обеспечение ресурсами, текущее состояние и прогноз рынка продукции (работ, услуг), структура управления проектом и оценка эффективности инвестиционного проекта. Данный документ служит основанием для оформления акта выбора земельного участка в случае необходимости.

В рамках обоснования инвестиций рассматривается вопрос о жизнеспособности проекта. Жизнеспособность проекта оценивают с точки зрения стоимости, срока реализации и доходности. Оценка позволяет выявить надежность, окупаемость и результативность проекта. Как

правило, оценка осуществляется с помощью методов анализа эффективности проектов. Жизнеспособность проекта — его способность генерировать денежные потоки не только для компенсации вложенных средств и риска, но и получения прибыли.

При принятии решения об инвестировании денежных средств в проект важную роль играет экспертиза проекта. *Экспертиза* — оценка проекта в целях предотвращения создания объектов, использование которых нарушает интересы государства, права физических и юридических лиц или не отвечает установленным требованиям стандартов, а также для определения эффективности осуществляемых вложений. Инвестиционные проекты, которые осуществляются за счет или с участием бюджетов различного уровня — требуют государственной поддержки или гарантии, подлежат государственной комплексной экспертизе.

Завершающим этапом прединвестиционных исследований является разработка *технико-экономического обоснования* (ТЭО). ТЭО — это комплект расчетно-аналитических документов, отражающих исходные данные по проекту, основные технические, технологические, расчетно-сметные, оценочные, конструктивные, природоохранные решения, на основе которых возможно определить эффективность и социальные последствия проекта.

ТЭО является обязательным документом при финансировании капитальных вложений из государственного бюджета (полностью или на долевых началах), централизованных фондов министерств и ведомств, собственных ресурсов государственных организаций (предприятий).

Разработка ТЭО осуществляется юридическими и физическими лицами, получившими лицензию на выполнение соответствующих видов проектных работ. На этот этап при новом строительстве приходится 5–10 % общей стоимости проекта.

2. *Инвестиционная стадия* заключается в принятии стратегических плановых решений, которые должны позволить инвесторам определить объемы и сроки инвестирования, а также составить наиболее оптимальный план финансирования проекта. В рамках этой стадии осуществляется процедура торгов и выбора генерального подрядчика (в зависимости от заказчика, типа объекта и страны), заключение контрактов и договоров подряда, проводятся капитальные вложения, строительство объектов, пусконаладочные работы и др.

3. *Операционная (производственная) стадия* инвестиционного проекта заключается в текущей деятельности по проекту: закупка сырья, производство и сбыт продукции (работ, услуг), проведение маркетинговых мероприятий и т. п. На этой стадии проводятся непосредственно производственные операции, связанные с взаиморасчетами с контрагентами (поставщиками, подрядчиками, покупателями, посредниками), формирующие денежные потоки, анализ которых позволяет оценивать реальную экономическую эффективность данного инвестиционного проекта. Таким образом, производственная составляющая по своему функциональному назначению (по стоимости и продолжительности) в инвестиционном процессе является ключевой.

4. *Ликвидационная стадия* связана с этапом окончания инвестиционного проекта, когда он выполнил поставленные цели, либо исчерпал заложенные в нем возможности. На данной стадии инвесторы и пользователи объектов капитальных вложений определяют остаточную стоимость основных средств с учетом амортизации, оценивают их возможную рыночную стоимость, реализуют или консервируют выбывающее оборудование, устраняют последствия осуществления ИП в случае необходимости.

Ликвидационная стадия может возникнуть и в случае преждевременного закрытия проекта независимо от степени достижения поставленных целей. Подобное решение может быть вызвано изменением планов инвестора, недостатком средств на осуществление проекта, ошибками в расчетах, появлением альтернативных проектов и др. Если имеется потенциальная вероятность возобновления проекта, процесс закрытия должен предусматривать подготовку к будущему восстановлению организационной структуры проекта и возможность возобновления работ.

Когда проект пришел к нормальному или преждевременному завершению, проблему его закрытия следует рассматривать как особый проект, одноразовую уникальную задачу со специфическими ограничениями ресурсов. Инвестиционный процесс по своей сути достаточно динамичен и требует применения гибких форм его организации и управления.

1.5. Понятие инвестиционного механизма и взаимосвязь интересов субъектов инвестиционной деятельности

Инвестиционные механизмы издавна привлекали внимание экономистов в силу того, что вложения капиталов — это крайне ответственное экономическое решение с наиболее отдаленным и трудно прогнозируемым конечным результатом, от которого зависят часто предпринимательские результаты, общее состояние и развитие национальной экономики.

Инвестиционный механизм представляет собой целенаправленно созданную, взаимодействующую совокупность методов и форм, источников финансирования инвестиций, инструментов и рычагов воздействия на воспроизводственный процесс на макро- и микроуровнях в интересах расширения действующего производства или авансирования вновь создаваемого производства.

Он включает в себя следующие структурные составляющие:

- мотивационный блок;
- ресурсное обеспечение;
- правовое регулирование и методическое обеспечение;
- организационное обеспечение.

Мотивационный блок обеспечивает взаимодействие конкретного инвестиционного механизма с внешней по отношению к нему экономической и социальной средой, с соответствующими экономическими и хозяйственными механизмами. Он включает исследование, последовательное уточнение и детализацию всех мотивов деятельности и экономических ожиданий, которыми руководствуются потенциальные инвесторы при определении объектов вложения своих ресурсов, которыми они располагают.

Ресурсное обеспечение инвестиционных процессов предусматривает исследование видов и анализа возможных направлений получения инвестиционных ресурсов. При многообразии существующих источников финансирования инвестиций и способов их организации все виды ресурсного обеспечения можно свести к трем основным формам:

- самофинансирование (использование для ведения инвестиционной деятельности внутренних источников финансирования);
- долговое внешнее финансирование (кредиты и займы);
- прямые внешние (реальные) инвестиции.

Правовое регулирование и методическое обеспечение основываются на федеральном законодательстве и соответствующих нормативно-правовых актах, принятых на уровне субъектов РФ и муниципальных образований, а также на методических разработках по планированию и ведению инвестиционной и инновационной деятельности в конкретных отраслях и направлениях экономического развития и реализации конкретных ИП.

Организационное обеспечение инвестиционной деятельности включает в себя создание необходимых организационных структур, обеспечивающих действия по инициированию, развитию и контролю за достижением поставленных целей. Планирование и управление занимают особое место в инвестиционных механизмах осуществления различных проектов, обеспечивая проведение детальных расчетов движения инвестиционных ресурсов, формирования потоков наличности, анализа финансового состояния, оценку и реализацию мер по повышению эффективности и устойчивости инвестиционной деятельности. К организационным действиям относится контроль планов и результатов ведения инвестиционной деятельности.

Условиями ведения инвестиционной деятельности являются: 1) наличие свободного капитала (ресурсов) у потенциального инвестора; 2) желание инвестора разместить свободный капитал на приемлемых условиях (доходность, риск) в отдельных секторах экономики; 3) наличие прибыльных, динамично развивающихся сфер экономики; 4) правовые условия, способствующие эффективному размещению и движению капитала в прямом (инвестирование) и обратном (вывоз, присвоение прибыли) направлениях.

Сторонами, обеспечивающими этапы инвестиционной деятельности, являются:

- инвесторы;
- инвестиционные посредники;
- получатели (реципиенты) инвестиций;
- государство и его отдельные регионы;
- местные органы самоуправления.

Указанные стороны действуют на различных этапах инвестиционного процесса, преследуют цели, отличающиеся друг от друга, и отражают собственные *специфические интересы*, что обуславливает многомерность инвестиционного процесса. Основным движущим мотивом деятельности сторон, участвующих в инвестиционном процессе, яв-

ляется возможность увеличения совокупной стоимости и получения субъектами инвестиционной деятельности на этой основе предпринимательских результатов в конкретных сферах экономики. Так, например, инвесторы, как правило, заинтересованы в росте инвестируемого капитала, получатели инвестиций — в повышении эффективности производства и получении за счет этого дополнительного объема прибыли. Интересы государства и его институтов заключаются в расширении налогооблагаемой базы и получении больших финансовых средств для решения государственных задач. Только при совпадении в долгосрочной перспективе интересов всех субъектов по четырем вышеприведенным условиям инвестиционной деятельности возможно (но не гарантировано) оживление инвестиционных процессов (рис. 1).

Противоречия интересов — это следствие отношений собственности и объективной разнонаправленности экономических целей, которые преследуют субъекты инвестиционной деятельности, выступая как в роли владельцев, так и в роли распорядителей или пользователей факторов производства и производственных ресурсов. В свою очередь объективная природа экономических интересов не означает их автоматического осознания всеми участвующими субъектами. Поэтому для эффективного развития инвестиционного процесса необходимо создавать не только средства регулирования (баланса) конфликтов интересов, но средства установления самих интересов.

Таким образом, столь важно установить полный спектр движущих мотивов и взаимных ожиданий всех субъектов инвестиционной деятельности для их последующей взаимоувязки и согласования по следующей примерной схеме (рис. 2).

Инвестор как владелец (собственник) капитала в виде необходимой совокупности факторов производства заинтересован в приумножении инвестируемого капитала и сохранении собственного контроля над ним. Критерием достижения этого интереса является накопленный предпринимательский потенциал, основная ценность которого состоит в способности данного капитала приносить прибыль на уровне, существенно превышающем ссудный процент.

Инвестор как распорядитель капитала (в случае, если он является банком или другим финансовым институтом) в наибольшей степени заинтересован в сохранности и ликвидности контролируемого капитала, в получении от его производительного использования достаточной нормы прибыли.

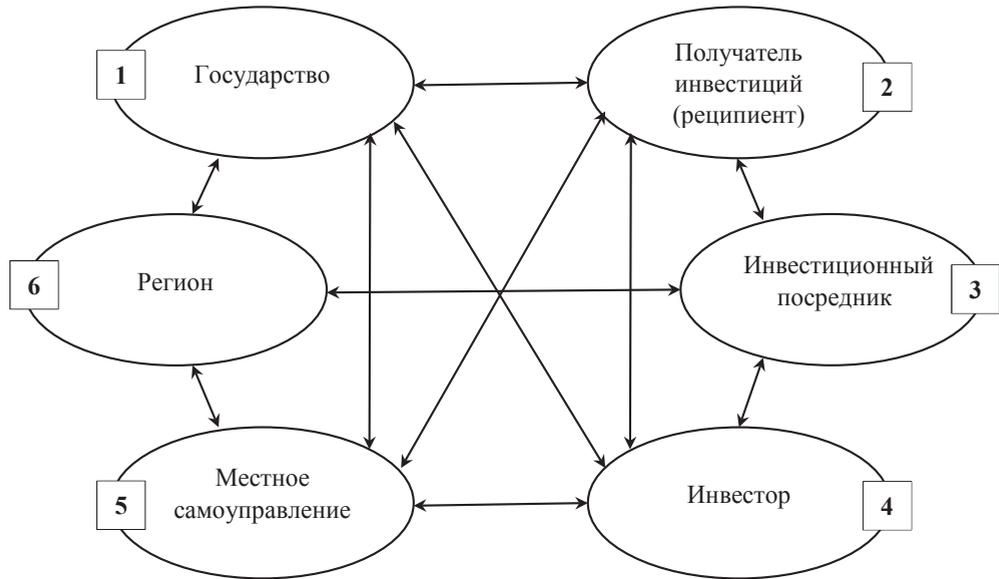


Рис. 1. Структура интересов субъектов инвестиционной деятельности:

1 — *Государство*: повышение благосостояния и уровня жизни граждан страны; устойчивый рост ВВП; привлечение инвестиций для создания в стране современных высокоэффективных производств; создание новых высокооплачиваемых рабочих мест; привлечение в страну новейших технологий; экологичность осуществляемых инвестиционных проектов; пополнение федерального бюджета за счет расширения базы налогообложения; ведение инвестиционной деятельности в рамках действующего законодательства; контроль за инвестиционной деятельностью для исключения ущерба национальным интересам; 2 — *Реципиент*: сохранение направления или основного вида своей деятельности; сохранение контроля за своим предприятием в ходе реорганизации управления; быстрый поиск возможных инвесторов под заданное инвестиционное направление; повышение эффективности собственного производства в средне- и долгосрочной перспективах; привлечение инвестиционных ресурсов на приемлемых условиях; создание условий для привлечения инвестиций, в том числе за счет снижения налогообложения; снижение издержек на производство и сбыт собственной продукции; 3 — *Инвестиционный посредник*: сохранение хорошей собственной репутации, развитие данного вида бизнеса; готовность инвесторов и реципиентов оплатить посреднические услуги; предсказуемость финансово-экономической политики государства; благоприятный инвестиционный климат в стране, в регионе, в данном самоуправлении; «прозрачность» экономических процессов у реципиента; 4 — *Инвестор*: прозрачность экономических процессов, наличие стабильной правовой среды; возвратность инвестиционных средств и своевременное получение дивидендов; размещение средств в проекты, имеющие высокую эффективность, низкий уровень рисков и близкую к инвестору специфику; обеспечение сохранности и ликвидности инвестируемых средств; стабильность экономического и политического положения в стране; либерализация финансово-экономических отношений; гарантии под риски потери инвестиций, надежность получателя инвестиций; получение контроля над объектами инвестирования (при необходимости); получение доступа к ресурсам страны или региона предполагаемого инвестирования; 5 — *Местное самоуправление*: сохранение и расширение налогового потенциала; поддержка развития местных производителей; создание и развитие местной экономической и инвестиционной инфраструктуры; всемерное поощрение деловой активности; создание новых рабочих мест; соблюдение и обеспечение экологической безопасности; 6 — *Регион*: ведение инвестиционной деятельности в рамках действующего законодательства; формирование сбалансированного регионального бюджета; максимальное использование имеющихся региональных возможностей для экономического развития; создание и развитие региональной экономической и инвестиционной инфраструктуры; создание новых высокооплачиваемых рабочих мест; экологичность осуществляемых инвестиционных проектов; расширение налоговой базы в средне- и долгосрочной перспективах.



Рис. 2. Последовательность взаимоувязки и согласования движущих мотивов и взаимных ожиданий субъектов инвестиционной деятельности

Критерием достижения этой группы интересов может служить сохранение полученного в распоряжение капитала в ликвидной форме и получение на этой основе прибыли на уровне сложившегося на рынке ссудного процента.

Организация-получатель инвестиций (реципиент) в рамках различных способов владения может иметь различную организационно-правовую форму: акционерное общество, товарищество, частное (индивидуальное) предприятие и т. д. Вне зависимости от формы, в которой выступает владение, оно порождает стремление к увеличению масштабов хозяйственной деятельности организации как с точки зрения объемов, так и структуры направлений деятельности. Мерой (критерием) достижения этого интереса служит накопленный хозяйственный потенциал, основная ценность которого для владельца или группы владельцев состоит в способности приносить прибыль.

Организация-реципиент выступает в роли *распорядителя*, если она является государственной или дочерней организацией более крупной структуры — финансово-промышленной. И в том, и в другом случае, являясь частью системы большего масштаба, организация реализует возложенную на нее функцию. Именно реализация возложенной функции и осознается как главная цель и, следовательно, интерес организации. Если организация частная, то, выступая распорядителем, она реализует конкретные цели, поставленные владельцем. Мерой (критерием) удовлетворения этого интереса может служить разнообразие

произведенных полезных результатов, обеспечивающих реализацию установленной функции и достижение поставленных целей (например, выполнение госзаказов или договоров и т. п.).

Государство как владелец природных факторов производства заинтересовано, прежде всего, в их относительном сбережении и в воспроизводстве. Этот интерес приводит к развитию ресурсо- и энергосберегающих технологий и т. п. Мерой (критерием) удовлетворения этого интереса может служить удовлетворение общественных потребностей.

Таким образом, в процессе организации инвестиционной деятельности государство, хозяйствующие субъекты используют сочетания различных экономических, организационных и правовых методов с соответствующим разнообразием форм, стимулов и ограничений хозяйственной деятельности.

1.6. Проблемы инвестиционной деятельности и направления повышения эффективности инвестиционных процессов

Отличительными особенностями инвестиционного кризиса 1990-х, начала 2000-х гг. явились:

во-первых, спад объемов инвестиций;

во-вторых, переток инвестиций в сырьевые, экспортоориентированные отрасли. Инвестиционная деятельность в значительной степени сдерживалась:

- недостатком собственных средств организаций (предприятий);
- высокими процентными ставками по привлекаемым инвестициям;
- низкой конкурентоспособностью корпоративных ценных бумаг на финансовых рынках;
- сокращением объемов централизованных капитальных вложений;
- неполным и неритмичным финансированием централизованных капитальных вложений;
- неконкурентоспособностью самого инвестиционного комплекса.

В результате создавшиеся на сегодня *проблемы* в инвестиционной деятельности регионов России связаны:

- с изменением структуры капитальных вложений (капиталообразующих инвестиций);
- изменением источников и сфер использования централизованных и децентрализованных капитальных вложений;
- проблемой долгосрочных кредитов (основная их доля направляется на краткосрочные кредиты);
- несовершенством банковской политики (индустриальному сектору экономики из ресурсов ЦБ РФ достается незначительная сумма);
- проблемой использования амортизационных средств (задержка с переоценкой основных средств);
- проблемой приватизации (акционирование организаций и предприятий недостаточно сочетается с разработкой мер по реорганизации структуры и демополизации производства);
- проблемой привлечения иностранного, государственного и частного капитала;
- вложением инвестиций в социальную сферу (считалось, что социальная сфера должна развиваться в основном за счет бюджетных источников, необходимо шире использовать государственно-муниципально-коммерческое финансирование).

К основным направлениям повышения эффективности инвестиционных процессов относятся:

- базирование инвестиционной политики на триединой критериальной основе (экономической, социальной, экологической);
- сокращение продолжительности инвестиционного цикла;
- совершенствование структур капитальных вложений;
- разграничение сфер использования централизованных и децентрализованных капитальных вложений с обеспечением их тесной взаимосвязи;
- повышение роли экологических мероприятий в инвестиционной политике;
- государственная поддержка организаций и предприятий за счет централизованных инвестиций при переносе центра тяжести с безвозвратного бюджетного финансирования на кредитование на возвратной и платной основе.
- повышение роли внутренних (собственных) источников накопления организаций и предприятий для финансирования их инвестиционных проектов;

- размещение централизованных капитальных вложений и финансирование инвестиционных проектов исключительно на конкурсной основе;
- расширение практики совместного государственно-коммерческого финансирования инвестиционных проектов с привлечением капиталов других стран;
- усиление государственного контроля за целевым расходованием средств федерального бюджета, направляемых на инвестиции в форме безвозвратного бюджетного финансирования и в форме кредита.

Причинами, в силу которых отдельные регионы добиваются лучшего положения, являются следующие:

- благоприятная специфика производственной специализации. Лучшие стартовые позиции в начале осуществления рыночных реформ;
- более свободный доступ к средствам федерального бюджета и больший размер получаемых из него средств;
- способность создавать собственные местные бюджеты с наполняемой доходной частью;
- проведение на местах структурного маневра, в том числе по увеличению доли затрат на расширение и реконструкцию действующих предприятий, а не на строительство новых объектов;
- высокая активность в осуществлении рыночных реформ, которая позволяет подключить к финансированию инвестиций частный капитал и сбережения населения.

Контрольные вопросы и задания

1. Охарактеризуйте понятие инвестиций.
2. Как соотносятся понятия «инвестиции» и «капитал»?
3. По каким классификационным признакам различаются виды инвестиций?
4. Что является объектом инвестиционной деятельности?
5. Кто может выступать в качестве субъекта инвестиционной деятельности?
6. Что собой представляют инвестиционные ресурсы организации?

7. Какие категории, возможные виды ресурсов, используемые в инвестиционной деятельности, существуют?
8. Назовите понятие «инвестиционный цикл». Какие стадии включает инвестиционный цикл?
9. Что собой представляет инвестиционный механизм?
10. Перечислите структурные составляющие инвестиционного механизма и охарактеризуйте их.
11. Расскажите о взаимосвязи интересов субъектов инвестиционной деятельности.
12. В чем выражается многомерность инвестиционного процесса?
13. За счет каких мер возможно повышение эффективности инвестиционной деятельности?

Глава 2

Инвестиционная политика в России и ее государственное регулирование

2.1. Инвестиционная политика, ее сущность и роль в современных условиях

Инвестиционная политика — одна из составных частей экономической политики государства. С ее помощью государство непосредственно может воздействовать на темпы объема производства, ускорение научно-технического прогресса, на изменение структуры общественного производства и решение многих социальных проблем.

Инвестиционная политика государства — комплекс целенаправленных мероприятий, проводимых государством по созданию благоприятных условий для всех субъектов хозяйствования с целью оживления инвестиционной деятельности, подъема экономики, повышения эффективности производства и решения социальных проблем.

Государство может влиять на инвестиционную активность при помощи различных рычагов: кредитно-финансовой и налоговой политики; предоставления различных налоговых льгот организациям (предприятиям), вкладывающим инвестиции на реконструкцию и техническое перевооружение производства; амортизационной политики; путем создания благоприятных условий для привлечения иностранных инвестиций; научно-технической политики и других.

Инвестиционная политика тесно связана с научно-технической. Так, выход Японии на самые передовые позиции в мире за сравнительно короткий срок обусловлен в первую очередь тем, что страна в послевоенный период правильно сориентировалась и стала целенаправленно проводить государственную политику на ускорение НТП.

Единая научно-техническая политика государства представляет собой систему целенаправленных мер, обеспечивающих комплексное развитие науки и техники, внедрение их результатов в народное хозяйство. Научно-техническая политика является составной частью инновационной политики, т. е. инновационная политика — это более широкое понятие. В настоящее время общепризнанными приоритетными направлениями в развитии науки и техники являются: комплексная автоматизация производства, разработка новых материалов и технологий их производства, биотехнология, атомная электроэнергетика и др.

Выбор приоритетов необходим не только в направлениях НТП, но и среди разных сфер экономики, видов экономической деятельности. Известно, что такие производства, как химическое, машин и оборудования, электрооборудования, электронного и оптического оборудования являются локомотивами в ускорении НТП во всех сферах. Поэтому эти виды деятельности всегда должны быть в центре внимания государства и, в частности, в обеспечении их необходимыми инвестициями.

Таким образом, инвестиционная политика, единая научно-техническая политика и другие являются составными частями экономической и социальной политики государства. Они должны вытекать из нее и способствовать ее реализации.

Цель инвестиционной политики заключается в реализации стратегического плана экономического и социального развития страны. Но ее конечной целью является оживление инвестиционной деятельности, направленной на подъем отечественной экономики и повышение эффективности общественного производства.

Задачи инвестиционной политики зависят от поставленной цели и сложившейся экономической ситуации в стране. К ним могут относиться:

- выбор и поддержка развития отдельных секторов экономики и видов экономической деятельности;
- обеспечение конкурентоспособности отечественной продукции (услуг);
- поддержка развития малого и среднего бизнеса;
- поддержка развития экспортных производств;
- обеспечение сбалансированности в развитии всех сфер экономики;
- реализация программы жилищного строительства в стране и др.

Разработанная и принятая инвестиционная политика проводится в жизнь с помощью четко работающего механизма ее реализации, который включает:

- выбор надежных источников и методов финансирования инвестиций;
- определение сроков и выбор ответственных органов за ее реализацию;
- создание нормативно-правовой основы для функционирования рынка инвестиций;
- создание благоприятных условий для привлечения инвестиций.

Кроме государственной инвестиционной политики, различают региональную (по субъектам РФ), по видам экономической деятельности и инвестиционную политику отдельных субъектов хозяйствования. Все они находятся в тесной взаимосвязи между собой.

Региональная (по субъектам РФ) инвестиционная политика — это система мер, проводимых на уровне региона (субъекта РФ), способствующих мобилизации инвестиционных ресурсов и определению направлений наиболее эффективного и рационального их использования в интересах населения регионов (субъектов РФ) и отдельных инвесторов. Она направлена на подъем экономики и повышение эффективности производства в регионе, обеспечение самофинансирования и хорошего задела развития региона в будущем.

Инвестиционная политика в каждом регионе России (субъекте РФ) имеет свои особенности, которые обусловлены следующими факторами:

- экономической и социальной политикой, проводимой в регионе;
- величиной имеющегося производственного потенциала;
- географическим местоположением;
- природно-климатическими условиями;
- привлекательностью региона для иностранных инвесторов и др.

Основными задачами системы управления инвестиционной деятельностью в регионе являются:

- создание инфраструктуры инвестиционного рынка;
- определение приоритетных направлений вложений инвестиций;
- создание условий для привлечения внебюджетных источников финансирования инвестиций, в том числе свободных средств населения, иностранных и инвестиций других регионов страны;
- обеспечение интеграции регионального инвестиционного рынка с международным рынком инвестиционных ресурсов.

Важную роль в подъеме экономики и повышении эффективности производства играет инвестиционная политика по видам экономической деятельности. Она должна разрабатываться на уровне отдельных производств и хозяйств различных сфер экономики.

Инвестиционная политика по видам экономической деятельности — это выбор и инвестиционная поддержка приоритетных производств и хозяйств различных сфер экономики, развитие которых обеспечивает экономическую и оборонную безопасность страны, экспорт готовой продукции (работ, услуг), ускорение научно-технического прогресса, динамизм развития экономики страны на ближайшую и дальнюю перспективу.

С развитием рыночных отношений все большую роль в инвестиционной деятельности стали играть отдельные субъекты РФ и коммерческие организации в связи с перераспределением финансовых потоков в пользу последних. Исходя из этого повышается роль инвестиционной политики на микроуровне, т. е. на уровне отдельной организации. **Инвестиционная политика коммерческой организации** — это комплекс мероприятий, обеспечивающих выгодное вложение собственных, заемных и других средств в инвестиции с целью обеспечения стабильной финансовой устойчивости работы организации в ближайшей и дальней перспективе.

При разработке инвестиционной политики в организации необходимо придерживаться следующих основных принципов:

- 1) нацеленность инвестиционной политики на достижение стратегических планов организации и ее финансовую устойчивость;
- 2) учет инфляции и фактора риска;
- 3) экономическое обоснование инвестиций;
- 4) формирование оптимальной структуры портфельных и реальных инвестиций;
- 5) ранжирование проектов и инвестиций по их важности и последовательности реализации, исходя из имеющихся ресурсов и с учетом привлечения внешних источников;
- 6) выбор надежных и более дешевых источников и методов финансирования инвестиций.

Применение этих и других принципов позволит избежать многих ошибок и просчетов при разработке инвестиционной политики в организации.

2.2. Государственное регулирование инвестиционного процесса

Государство для выполнения своих функций регулирования экономики использует как *экономические* (косвенные), так и *административные* (прямые) *методы* воздействия на инвестиционную деятельность и экономику страны путем издания и корректировки соответствующих законодательных актов и постановлений, а также путем проведения определенной экономической, в том числе и инвестиционной, политики. Мировой опыт с развитой рыночной экономикой показывает, что в условиях реформирования экономики, в кризисных ситуациях роль государства возрастает, а в условиях стабильности и оживления — снижается, но никогда не прекращается. Государство должно придерживаться основного правила — так воздействовать на инвестиционную, предпринимательскую деятельность и экономику страны в целом, чтобы не разрушить рыночные основы и не допустить кризисных явлений.

Экономические методы государственного воздействия в большей степени подходят для реализации данного правила при решении той или иной задачи, чем административные, в то же время иногда их трудно разграничить между собой. Как известно, экономические рычаги воздействия государства на экономику, в том числе и на инвестиционные процессы, достаточно разнообразны, основными из них являются: участие государства в инвестиционной деятельности, налоги, создание свободных экономических зон, перераспределение доходов и ресурсов, ценообразование, создание благоприятных условий для привлечения инвестиций, кредитно-финансовые механизмы и др.

Административные методы государственного воздействия должны использоваться в том случае, если экономические методы неприемлемы или недостаточно эффективны при решении той или иной задачи. При этом для создания благоприятных условий ведения инвестиционной и предпринимательской деятельности, для стабилизации и подъема экономики государство должно проводить соответствующую фискальную, инвестиционную, инновационную, ценовую, амортизационную, кредитно-финансовую и другие виды политики, при реализации которых оно использует в комплексе как экономические, так и административные методы.

Инвестиционная деятельность в значительной мере зависит от полноты и степени совершенства *нормативно-законодательной базы* в об-

ласти инвестиций, которая создавалась параллельно в процессе перехода России на рыночные отношения. Одним из первых законов, регулирующих инвестиционную деятельность в РФ, является Закон Российской Федерации «Об инвестиционной деятельности в РСФСР» от 26.06.1991 г. № 1488–1, в котором были заложены основные рычаги государственного регулирования инвестиционных процессов в России. В дальнейшем соответствующие формы и методы государственного регулирования инвестиционной деятельности получили развитие в Федеральном законе РФ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ, который имеет особое значение (более подробно см. гл. 8, п. 8.3).

Участие *иностранных инвесторов* в инвестиционной деятельности России регулируется как общими для всех участников инвестиционного процесса государственными актами (если нет соответствующих оговорок), так и специальными нормативными документами, в частности, Федеральным законом РФ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» от 09.07.1999 г. № 1160-ФЗ, Таможенном кодексе и другими актами. Ряд положений, касающихся инвестиционной деятельности, регулируется международными соглашениями и договорами общего характера (например, Договор к Энергетической хартии), а также соглашениями с международными финансовыми институтами (например, Международный валютный фонд и др.). На двусторонней основе действует ряд межгосударственных соглашений о поощрении и взаимной защите капиталовложений.

Особое направление законотворческой деятельности — *гармонизация национального законодательства применительно к требованиям международного права*. Это имеет особое значение в случаях, когда принимается решение о присоединении России к различным международным соглашениям (например, о присоединении к Генеральному соглашению о торговле и тарифах, о вступлении во Всемирную торговую организацию и т. п.). Так, Всемирная торговая организация предложила начать работу над новым многосторонним инвестиционным договором. В рамках созданного Экономического союза стран СНГ также предстоит большая работа по гармонизации законодательства (например, подписана Конвенция о защите прав инвесторов). Гармонизация национального и международно-правового регулирования инвестиций направлена прежде всего на обеспечение полной

и правовой защиты иностранных инвестиций, государственных гарантий от принудительного изъятия, незаконных действий государственных органов. При этом режим для иностранных инвестиций не может быть менее благоприятным, чем режим для имущества, имущественных прав и инвестиционной деятельности юридических лиц и граждан России (за исключением положений, оговоренных в национальном законодательстве).

Ряд конкретных мер по активизации инвестиционной деятельности и ее регулированию содержится в программных постановлениях и документах, относящихся к формированию региональной политики.

В целом можно отметить, что *инвестиционная деятельность в России регулируется* как общим государственным и хозяйственным законодательством, так и системой специальных нормативных актов федерального и ведомственного уровней.

К первой группе относятся такие законы, как Конституция Российской Федерации, Гражданский кодекс, законы о собственности, недрах и концессиях, о предприятиях и предпринимательской деятельности, об акционерных обществах, банках и банковской деятельности, налогообложении, внешнеэкономической деятельности, таможенном контроле и валютном регулировании, о залоге, арендных отношениях и страховании, основы земельного и лесного законодательства, нормативные акты и программы приватизации и др. Структура расходов на инвестиционные цели предусмотрена в Федеральном законе «О бюджетной классификации РФ» от 15.08.1996 г. № 115-ФЗ.

Ко второй группе относятся законоположения и нормативные акты, в том числе документы федеральных ведомств, регулирующие собственно инвестиционный процесс как в области капиталобразующих денежных средств, так и в области вложений, размещаемых в финансовых активах.

Государственное регулирование инвестиционной деятельности осуществляется за счет проведения следующих мер:

1. *Подавление инфляции.* Это одна из главных задач макроэкономического регулирования, которая была сформулирована в 1994 г. Как известно, инфляция не способствует вложению средств в производство, а выгоднее вкладывать денежные средства в проекты с коротким сроком обращения капитала — торговлю и посредничество. Она отрицательно сказывается и на размерах банковского процента за кре-

дит. Чем выше инфляция, тем больше процент за кредит и тем меньше целесообразность вложения в долгосрочные проекты.

Для того чтобы стабилизировать достигнутые результаты по снижению инфляции (по данным Росстата в 2017 г. инфляция составила 2,5 %, в 2018 г. таргет (цель) Центробанка по инфляции составляет 4 %, в 2019 г. на фоне повышения НДС с 18 до 20 % инфляция, согласно прогнозу Минэкономразвития России, ускорится до 4,3 %) и активизировать инвестиционный процесс, необходимо продолжить снижение доходности государственных ценных бумаг и одновременно осуществлять эмиссию денег не для пополнения бюджета, а для обеспечения инвестиционных кредитов через коммерческие банки. Это позволит также снизить уровень неплатежей и распространение денежных суррогатов. Важную роль в поддержании инфляции на низком уровне играет постепенное снижение стоимости кредитов коммерческих банков, выпуск Центральным банком России государственных облигаций под крупные проекты, что представляет собой эмиссию инвестиционных денег и т. п.

2. Изменение структуры направления источников инвестиций. На протяжении последних лет федеральные органы управления последовательно проводят политику освобождения бюджета от инвестиционных расходов на производственные нужды. Такая политика оправдана, так как производственные проекты, связанные с коммерческими рисками, но приносящие доход, — задача предпринимателей. Государство же должно заботиться о социальной сфере и о вложениях капитала в бесприбыльные инвестиционные проекты, к которым, в частности, относятся мероприятия по охране окружающей среды. В то же время государство ответственно за создание благоприятного климата для предпринимателей и инвесторов. Федеральные органы управления берут на себя часть инвестиционных рисков в виде гарантий по кредитам.

Начиная с 1997 г. реализуется два направления государственной поддержки частных инвестиций: на основе сертификации проектов и особенно — государственных гарантий инвесторам. Сертификация проектов дает возможность увеличить долю государственной поддержки: при производстве продукции (услуг), не имеющей аналогов в мире, — до 50 %, при производстве продукции обрабатывающей промышленности на экспорт — до 40 %, в случае импортозамещения (при более низкой цене) — до 30 %. Государственные гарантии рассматриваются многими инвесторами как наиболее предпочтительная форма госу-

дарственной поддержки. В свою очередь инвестор должен представить встречные гарантийные обязательства, включая залоговые. Интересным явлением стала организация паевых инвестиционных фондов, которая позволяет привлекать средства различных инвесторов, в том числе населения, для последующего включения их в фондовый рынок. Основным преимуществом этих фондов, которые выступают не как юридические лица, является их освобождение от корпоративных налогов, что повышает заинтересованность потенциальных инвесторов.

3. *Снижение стоимости банковских инвестиционных кредитов.* Российские коммерческие банки, будучи универсальными и достаточно молодыми кредитными организациями, встречаются с достаточно серьезными проблемами при принятии решения об участии в той или иной форме в финансировании инвестиционных проектов. При этом большое, а порой существенное значение имеют объективные особенности российских банков по сравнению с иностранными финансовыми институтами: небольшая величина собственного капитала; низкий удельный вес собственного капитала в активах; преобладание краткосрочных пассивов; низкая доля депозитов в пассивах; острота проблемы ликвидности активов и ряд других. В настоящее время характерной чертой российского финансового рынка является выполнение небанковскими финансовыми институтами и банками однопипных операций на рынке ценных бумаг, но преимущества здесь чаще всего оказываются на стороне банков — как более мощных и конкурентоспособных финансовых институтов.

Исходя из этого, можно сделать вывод о том, что сложившаяся тенденция к развитию принципов универсализации банковского дела имеет как недостатки, так и определенные преимущества. Недостатки обусловлены тем, что возрастает рискованность банковских операций, т. е. вложения в ценные бумаги осуществляются в непосредственной связи с основной банковской деятельностью, что, в свою очередь, таит угрозу снижения ликвидности банковских вложений — проблему, которая имеет особое значение для молодых российских банков. В то же время развитие российских банков как универсальных финансовых институтов во многом имеет вынужденный характер, так как специализированным инвестиционным организациям предстоит длительный путь в формировании устойчивых финансовых учреждений, что потребует дополнительного времени для преодоления сложившегося скептического отношения к инвестиционным фондам.

4. *Финансовый лизинг.* Это — способ инвестирования через различные формы аренды. Достаточно сказать, что за рубежом в общем объеме капитальных вложений доля лизинга составляет, %: в США — 25–29, Германии, Великобритании — 14–16, в Японии, Дании, Норвегии — 8–10, в России этот показатель намного ниже. В форме лизинга организация (предприятие) получает фактически ссуду на полную стоимость получаемого имущества (оборудования, транспортных средств и др.). Это особенно важно в условиях дефицита средств. Погашение же может происходить в гибких формах с учетом особенностей производства. Оно может осуществляться в денежной или товарной (компенсационной) формах, по фиксированной или плавающей процентной ставке, в короткие или более продолжительные сроки. Для банков облегчается проблема залога, так как при нарушении условий договора арендуемое имущество, предоставленное в форме лизинга, может быть изъято. Лизинг интересен и как способ привлечения иностранного капитала в страну, что повышает занятость населения, способствует развитию производственной базы.

5. *Функционирование рынка ценных бумаг.* В развитии инвестиционного процесса рынок ценных бумаг занимает все большее значение. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ явился крупным событием в развитии регулирования фондового рынка, заложил правовые основы его дальнейшего развития. Основной функцией государства на рынке ценных бумаг является создание системы регулирования рынка и обеспечение ее функционирования. Один из основных принципов государственной политики на этом рынке состоит в минимальном государственном вмешательстве (только в необходимых случаях) и максимальном саморегулировании со стороны профессиональных участников рынка.

6. *Иностранные инвестиции.* Привлечение иностранного капитала относится к стратегическим задачам развития российской экономики. Это необходимо прежде всего для привлечения иностранного технологического и управленческого опыта. Оптимистические оценки исходят из возможности вовлечь в Россию до 10 % объема мирового рынка капитала. Будет продолжена практика размещения еврооблигаций, что приведет к дальнейшему снижению доходности государственных краткосрочных обязательств (ГКО). Продолжится практика привлечения дешевых кредитов Всемирного банка и других международных финансовых организаций.

7. *Совершенствование правового обеспечения инвестиционной деятельности.* Существует немало правовых проблем, особенно в области иностранных инвестиций, которые требуют урегулирования. Нуждаются в законодательном упорядочении многие процедуры оформления документов, регистрации предприятий, связанных с деятельностью иностранных инвесторов. Инвестиционная деятельность затрудняется также несогласованностью в правовых подходах к регулированию этой сферы, которая имеется в законодательстве субъектов Российской Федерации. Участники инвестиционного процесса сталкиваются с обилием нормативных актов на уровне ведомств, которые нередко противоречат друг другу.

8. *Реформа налоговой системы.* Упорядочение системы налогов — один из самых больных вопросов жизнедеятельности бизнеса и нынешнего инвестиционного климата. Претензии иностранных инвесторов относительно существующего *налогового бремени* касаются чрезмерного количества налогов, взимаемых с бизнеса, и, что более важно, трудностей с определением фактической базы налогообложения. Многие исследователи указывают на тот факт, что российская налоговая система препятствует привлечению отечественных и иностранных инвестиций как из-за своей структуры, так и способов, которыми она реализуется. Частые изменения правил создают неопределенность, которая, в первую очередь, влияет на развитие бизнеса в целом. Уменьшению налогового бремени будет способствовать упрощение снижения налогов на заработную плату и постепенное устранение всех налогов с оборота. Не менее важной частью реформ является стимулирование инвестиционной активности через расширение возможности для предприятий вычета расходов из налогооблагаемой прибыли. Много вопросов вызывает *налоговое администрирование*. Несмотря на рост доходов в экономике, сбор налогов составляет около 80 % от нормативов, что означает неравенство налогоплательщиков, из которых только часть оплачивает все причитающиеся обязательства перед государством в полной мере и в надлежащий срок. Нередки случаи, когда подзаконные акты ведомств фактически отменяют действие закона. Например, инструкции Министерства по налогам и сборам *по возврату НДС экспортерам* создали условия, при которых многие налогоплательщики не могут вернуть причитающиеся им суммы. В результате меры, направленные против лжеэкспортеров, привели к ухудшению положения добросовестных налогоплательщиков.

9. *Промышленная политика.* Выработка грамотной политики приоритетов в промышленности является важным аспектом развития инвестиционного процесса. Стремление правительства поддержать рост котировок корпоративных акций не случайно — это позволит многим крупным компаниям улучшить свое финансовое положение. Но для того, чтобы этот процесс приобрел устойчивость, необходима легализация теневой экономики, быстрое развитие малого предпринимательства, снижение налогового бремени и административная реформа, которая должна способствовать преобразованию местных администраций из регуляторов малого предпринимательства в его стимуляторы. Выработка промышленной политики тесно связана с программами реструктуризации отдельных видов экономической деятельности и предприятий. От качества организации и проведения этой работы зависит темп выхода промышленности из коллапса (от лат. *collapsus* — ослабший, упавший).

10. *Страхование инвестиционных рисков.* Одной из важнейших причин торможения инвестиционной деятельности являются высокие и разнообразные риски, сопутствующие современным инвестициям в России. Существенное влияние имела неустойчивость политической ситуации, не давшей гарантии от национализации частной собственности и от изменения курса на развитие рыночной экономики. Этот фактор не подлежит страхованию, а государственные гарантии не могут быть предоставлены всем. Повышенные риски связаны также с неустойчивостью экономического и социального положения страны. Влияние этого фактора остается значительным. Уровень рисков в российском хозяйстве остается исключительно высоким и одним из решающих условий активизации деятельности отечественных и зарубежных инвесторов становится система страхования рисков.

Все виды рисков должны быть распределены между должником, кредитором и страховыми организациями, которые принимают на себя роль посредника. В случае финансирования крупного проекта к страхованию подключаются не только организации первичного страхования, но и перестраховочные компании. Именно этим определяется то, что бум страхового дела в разных странах непосредственно связан со стабилизацией и оживлением экономики, в первую очередь, с активизацией инвестиционного процесса. Несмотря на сложные условия, повышение роли страховых и перестраховочных организаций в ослаблении последствий инвестиционных рисков состоит в следующем:

- расширение сфер страхования гражданской ответственности организаций, в том числе при осуществлении инвестиционного процесса — страхование риска, возникающего при изменении условий реализации проекта и снижении его эффективности, удлинении сроков реализации проекта, аварий или несчастных случаев;
- распределение риска при инвестировании крупных проектов между страховыми компаниями через механизм перестрахования;
- рационализация порядка распределения страховой премии между страховыми организациями и участниками процесса страхования в пользу страховых организаций, которые могут направлять эти средства на финансирование мероприятий, минимизирующих риск при осуществлении будущих вложений в определенных сферах. Например, страхование грузов, транспортных средств и т. п. часто связано с плохим механическим состоянием технической базы перевозок (дорог, подвижного состава), неразвитостью инфраструктуры. Страховые компании нередко заинтересованы вложить собственные средства в мероприятия, минимизирующие возникновение риска в будущем.

11. *Формирование новой инвестиционной культуры предпринимателей.*

Достижение конкурентоспособности, в том числе посредством снижения издержек производства на основе современных технологий, становится одной из основных задач, которую российским предпринимателям придется решать в ходе развития инвестиционной деятельности. Чтобы активно и своевременно быть готовыми к этому, на первый план выдвигаются как ликвидация «инвестиционной неграмотности» руководителей организаций в области производственно-финансового планирования, так и широкое развитие сети консалтинговых организаций в этой сфере, способных оказать предпринимателям квалифицированную помощь. С их помощью необходимо создавать в организациях группы специалистов, профессионально владеющих инвестиционным проектированием.

Инвестиционная культура является частью и одним из средств решения более общей и остро назревшей проблемы: принципиального повышения общего уровня управленческой культуры в организациях, без которого нельзя рассчитывать на успех в реализации возможностей экономического роста.

2.3. Инвестиционная привлекательность в России

Большинство ведущих отечественных и зарубежных экономических изданий, и крупных консалтинговых компаний регулярно отслеживают информацию о состоянии национальных и региональных инвестиционных комплексов и на ее основе публикуют рейтинги инвестиционной привлекательности национальных экономик и регионов. Среди российских рейтинговых агентств важное место занимает консалтинговое агентство «Эксперт-Регион», которое, начиная с 1996 г., оценивает рейтинг субъектов Федерации по условиям инвестирования. Российский страновой и региональный *инвестиционный климат* определяется на основе *уровня инвестиционной привлекательности*, который выступает как интегральный показатель, составляющими которого были приняты две основные самостоятельные характеристики: *инвестиционный потенциал* (объективные возможности страны или региона) и *инвестиционный риск* (условия деятельности инвестора).

Инвестиционный потенциал (инвестиционная емкость территории) складывается как сумма объективных предпосылок для инвестиций, зависящая как от наличия и разнообразия сфер и объектов инвестирования, так и от их экономического «здоровья». Потенциал страны или региона в своей основе характеристика количественная, учитывающая основные макроэкономические показатели, насыщенность территории факторами производства (природными ресурсами, рабочей силой, основными фондами, инфраструктурой и т. п.), потребительский спрос населения и другие показатели.

Инвестиционный риск характеризует вероятность потери инвестиций и дохода от них. Он показывает, почему не следует (или следует) инвестировать в данное предприятие, отрасль, регион или страну. Риск как бы суммирует правила игры на инвестиционном рынке. В отличие от инвестиционного потенциала многие из этих правил могут измениться в одночасье — так, как меняются настроение и мнение человека. Поэтому по сути риск — характеристика качественная. Степень инвестиционного риска зависит от политической, социальной, экономической, экологической, криминальной ситуаций.

В межгосударственном сопоставлении *законодательство* является важнейшей составляющей инвестиционного риска. Специфика межрегионального подхода состоит в том, что на территории большинства

регионов действует единый общегосударственный или, применительно к России, общефедеральный законодательный фон, который видоизменяется в отдельных регионах (субъектах Федерации) под воздействием региональных законодательных норм, регулирующих инвестиционную деятельность только в пределах своих полномочий. Кроме того, законодательство, как правило, не только влияет на степень инвестиционного риска, но и регулирует возможности инвестирования в те или иные сферы или отрасли, определяет порядок использования отдельных факторов производства, являющиеся составляющими инвестиционного потенциала региона.

Из вышеизложенного следует, что инвестиционную привлекательность различают на макро- и микроуровнях регионов, отдельных видов экономической деятельности (отрасли). Рассмотрим каждую из этих разновидностей инвестиционной привлекательности.

Под *инвестиционной привлекательностью на макроуровне* понимают условия (правовые, политические, экономические, социальные и др.), созданные государством всем субъектам хозяйствования, включая иностранных инвесторов для выгодного вложения инвестиций с целью развития национальной экономики. Она зависит от таких факторов, как

- политической стабильности и ее предсказуемости на будущее;
- наличия и степени совершенства нормативных актов в области инвестиционной деятельности;
- степени совершенства налоговой системы в стране;
- степени инвестиционного риска;
- основных макроэкономических показателей, характеризующих состояние национальной экономики и прогноза их на перспективу (уровня инфляции, темпов роста ВВП, объемов выпуска основных видов промышленной продукции, процентной ставки рефинансирования ЦБ РФ, дефицита бюджета и др.);
- социальной, в том числе криминогенной, обстановки в стране и др.

Инвестиционная привлекательность на макроуровне создает общий фон для инвестиционной привлекательности на региональном уровне и уровне отдельных видов экономической деятельности (отрасли), организации (предприятия). В то же время на этих уровнях она может существенно отличаться от общего фона.

Инвестиционная привлекательность региона представляет собой объективные предпосылки для инвестирования, это интегральная харак-

теристика отдельных регионов страны с позиции инвестиционного климата, уровня развития инвестиционной инфраструктуры, возможности привлечения инвестиционных ресурсов и других факторов, существенно влияющих на формирование доходности инвестиций и инвестиционных рисков. Инвестиционный климат региона включает его объективные возможности и условия деятельности инвестора через разнонаправленное влияние показателей инвестиционного потенциала и инвестиционного риска.

В России с учетом международного опыта разработана в значительной степени оригинальная методика, основанная на сочетании статистического и экспертного подходов. Оценка инвестиционного климата проводится отдельно для каждого субъекта Федерации (региона). Для его оценки используются статистические показатели, законодательные акты РФ и ее субъектов, а также доклады различных исследовательских центров, карты, статьи периодической печати, монографии и другие источники информации.

Интегральный рейтинг каждого региона по *инвестиционному потенциалу* рассчитывается как средневзвешенное по экспертным весам значение рейтинга (места региона) по восьми видам частных потенциалов:

- *ресурсно-сырьевому* (средневзвешенная обеспеченность балансовыми запасами основных видов природных ресурсов);
- *производственному* (совокупный результат хозяйственной деятельности населения в регионе);
- *потребительскому* (совокупная покупательная способность населения региона);
- *инфраструктурному* (экономико-географическое положение региона и его инфраструктурная обустроенность);
- *трудовому* (трудовые ресурсы и их образовательный уровень);
- *институциональному* (степень развития ведущих институтов рыночной экономики);
- *финансовому* (объем налоговой базы и прибыль предприятий региона);
- *инновационному* (уровень развития науки и внедрения достижений научно-технического прогресса в регионе).

Аналогичным образом рассчитывается значение интегрального рейтинга каждого региона по уровню *инвестиционных рисков*, включающему следующие виды риска:

- *экономический* (тенденции в экономическом развитии региона);
- *финансовый* (степень сбалансированности регионального бюджета и финансов предприятий);
- *политический* (поляризация политических симпатий населения по результатам последних парламентских выборов);
- *социальный* (уровень социальной напряженности);
- *экологический* (уровень загрязнения окружающей среды, включая радиационное);
- *криминальный* (уровень преступности в регионе с учетом тяжести преступлений);
- *законодательный* (юридические условия инвестирования в те или иные сферы деятельности, порядок использования отдельных факторов производства).

Характеристику *законодательных условий* инвестирования получают на основе ранжирования всех нормативных условий, благоприятствующих или препятствующих инвестиционной деятельности. Все законодательные акты делятся на федеральные и региональные (субъектов Федерации). С другой стороны, как федеральное, так и региональное законодательство делится на прямое (непосредственно регулирующее инвестиционную деятельность) и косвенное (связанное с условиями функционирования сфер деятельности или типов предприятий — потенциальных объектов инвестирования). Кроме того, в федеральном законодательстве особо выделяются специальные нормативные акты, регулирующие инвестиционную деятельность в отдельных субъектах Федерации. Прежде всего это законодательство по свободным экономическим зонам.

Первый ранг по потенциалу получает регион, имеющий наибольший потенциал, а по риску — имеющий наименьший риск. В случаях, когда фактические значения статистических показателей у нескольких регионов равны, всей группе присваивается среднее значение рейтинга. При отсутствии какого-либо признака всем таким регионам присваивался либо последний (по потенциалу), либо первый (по риску) ранг.

Инвестиционная привлекательность вида экономической деятельности (отрасли) представляет собой совокупность различных объективных признаков, свойств, средств и возможностей вида экономической деятельности (отрасли), обуславливающих платежеспособный спрос на инвестиции конкретного вида экономической деятельности (отрасли).

Изучение инвестиционной привлекательности отдельных видов экономической деятельности (отраслей экономики) направлено на исследование их конъюнктуры, динамики и перспектив развития потребностей общества в их продукции. Именно потребности общества определяют приоритеты в развитии отдельных видов экономической деятельности (отраслей). Так, традиционно приоритетными в России являются топливно-энергетический комплекс (ТЭК), производство машин и оборудования, строительство и транспорт.

Для краткосрочной оценки инвестиционной привлекательности видов экономической деятельности (отраслей) в качестве основного показателя принимается уровень прибыльности используемых активов, рассчитанный как прибыль от продажи (реализации) продукции (работ, услуг) или балансовая (до налогообложения) прибыль, отнесенная к общей сумме используемых активов. Общая оценка инвестиционной привлекательности видов экономической деятельности (отраслей) определяется с учетом инфляционных процессов, банковских ставок, уровней инвестиционных рисков. В настоящее время не существует единой методики ее определения, поэтому может использоваться ряд альтернативных методик.

Инвестиционная привлекательность организации (предприятия) — это обобщенная характеристика перспективности, выгодности, эффективности производства и минимизации риска вложения инвестиций в ее (его) развитие за счет как собственных, так и привлеченных средств. Ее характеризуют следующие **факторы**: показатели эффективности работы, ликвидности, платежеспособности и финансовой устойчивости организации (предприятия) в динамике; перспективы развития и возможности сбыта продукции (работ, услуг); репутация (имидж) на внутреннем и международном уровнях; рыночный курс акций организации (предприятия); величина чистой прибыли, приходящейся на одну акцию и др.

Эффективность использования вкладываемых инвестиций определяет уровень инвестиционной привлекательности, который в свою очередь определяет масштабы инвестиционной деятельности. Поэтому чем выше эффективность инвестиций, тем выше уровень инвестиционной привлекательности и масштабнее инвестиционная деятельность, и наоборот.

Инвестиционная привлекательность как на макро-, так и на микроуровне зависит от реализуемой инвестиционной политики, стратегии их развития, которая подразумевает разработку мероприятий по каче-

ственному изменению в первую очередь параметров хозяйствующего субъекта и повышению его конкурентоспособности. Стратегия развития подразумевает проведение диверсификации и реструктуризации производства для ускорения оборачиваемости капитала, уменьшения издержек, повышения качества продукции (работ, услуг) и обновления номенклатуры. Важнейшими ее элементами являются поиск новых рыночных ниш и совершенствования управления.

Контрольные вопросы и задания

1. Что такое инвестиционная политика государства?
2. Что является целью инвестиционной политики государства?
3. Каковы основные задачи инвестиционной политики?
4. В чем особенности региональной инвестиционной политики?
5. Что понимается под инвестиционной политикой коммерческой организации?
6. Каким образом осуществляется влияние государства на инвестиционную политику?
7. Назовите методы государственного регулирования инвестиционной деятельности?
8. Каковы основные меры государственного регулирования инвестиционной деятельности?
9. Дайте определение инвестиционной привлекательности на макроуровне.
10. Назовите составляющие инвестиционной привлекательности и дайте их характеристику.
11. От каких факторов зависит инвестиционная привлекательность на макроуровне?
12. Что понимается под инвестиционной привлекательностью региона, вида экономической деятельности (отрасли)?
13. Как определяется инвестиционный потенциал, инвестиционный риск региона?
14. Что собой представляет инвестиционная привлекательность организации (предприятия)?
15. Какие факторы характеризуют инвестиционную привлекательность организации (предприятия)?

Глава 3

Инвестиционные и финансовые рынки.

Финансовые и инвестиционные институты.

Финансовые инструменты

3.1. Характеристика инвестиционного рынка

И*нвестиционный рынок* характеризуется такими основными элементами, как инвестиционный спрос и предложение, конкуренция, цена, объем продаж.

В экономических публикациях встречаются различные подходы к пониманию инвестиционного рынка. В отечественной экономической литературе термин «*инвестиционный рынок*» часто рассматривают как *рынок инвестиционных товаров*:

- одни авторы, отождествляющие понятие «инвестиции» с понятием «капитальные вложения», под *инвестиционными товарами* подразумевают только определенные разновидности объектов вложений (основной капитал, строительные материалы и строительно-монтажные работы);
- другие трактуют инвестиционный рынок более широко — как рынок объектов инвестирования во всех его формах.

Зарубежные экономисты под *инвестиционным рынком*, как правило, понимают *фондовый рынок*, так как доминирующей формой инвестиций в развитом рыночном хозяйстве являются вложения в ценные бумаги.

В наиболее общем виде *инвестиционный рынок* — *система экономических отношений субъектов инвестиционной деятельности по купле-продаже капитала, финансовых ресурсов, которая подчиняется закону стоимости и закону спроса и предложения*. Он характеризуется опре-

деленным соотношением спроса и предложения, уровнем цен и конкуренции, объемами продаж.

Закон стоимости формирует уровень средних цен и уровень общественно-необходимых затрат на производство продукции, производительность труда.

Закон спроса и предложения определяет эквивалентность обмена, соотношение денежных и товарных потоков.

Посредством инвестиционного рынка осуществляется *кругооборот инвестиций*, т. е. преобразование инвестиционных ресурсов во вложения, что в свою очередь формирует инвестиционный спрос, определяющие будущий прирост капитальной стоимости (другими словами, кругооборот инвестиций представляет реализованные инвестиционный спрос и предложение).

В то же время соотношение спроса и предложения, уровень цен и рыночная активность продавцов и покупателей, объемы продаж характеризуют состояние рынка и сложившуюся на нем ситуацию, что называется *конъюнктурой рынка*. В данном случае речь идет об инвестиционном рынке.

Поэтому *конъюнктура инвестиционного рынка* представляет собой совокупность факторов, определяющих сложившееся соотношение спроса, предложения, уровня цен, конкуренции и объемов продаж на инвестиционном рынке или его сегменте.

Циклическое развитие и постоянная изменчивость инвестиционного рынка обуславливают необходимость постоянного изучения текущей конъюнктуры, выявления основных тенденций ее развития и прогнозирования будущей конъюнктуры. Совокупность всех явлений и процессов, которые полностью совершили свой круг развития на инвестиционном рынке за определенный промежуток времени, представляет собой *конъюнктурный цикл*, который включает четыре стадии — подъем, конъюнктурный бум, ослабление и спад конъюнктуры:

- 1) *подъем конъюнктуры* инвестиционного рынка происходит, как правило, в связи с общим повышением деловой активности в экономике. Он проявляется в увеличении спроса на объекты инвестирования, росте цен на них, оживлении инвестиционного рынка;
- 2) *конъюнктурный бум* выражается в резком возрастании объемов продаж на инвестиционном рынке, увеличении предложения и спроса на объекты инвестирования при опережающем росте последнего, соответствующем повышении цен на объекты инве-

стирования и доходов у инвесторов и инвестиционных посредников;

- 3) *ослабление конъюнктуры* происходит при снижении инвестиционной активности в результате общеэкономического спада. Данная стадия характеризуется относительно полным удовлетворением спроса на объекты инвестирования при некотором избытке их предложения, стабилизацией, а затем снижением цен на объекты инвестирования и уменьшением доходов у инвесторов и инвестиционных посредников;
- 4) *спад конъюнктуры* на инвестиционном рынке характеризуется низким уровнем инвестиционной активности, снижением спроса и предложения на объекты инвестирования при превышении предложения. На этой стадии цены на инвестиционные объекты снижаются, доходы инвесторов и инвестиционных посредников падают, инвестиционная деятельность в ряде случаев становится убыточной.

Инвестиционный спрос. Различают потенциальный и реальный инвестиционный спрос. *Потенциальный инвестиционный спрос* отражает величину *аккумулированного экономическими субъектами дохода*, который может быть направлен на инвестирование и составляет потенциальный инвестиционный капитал. *Реальный инвестиционный спрос* характеризует *действительную потребность хозяйственных субъектов в инвестировании* и представляет собой инвестиционные ресурсы (планируемые или преднамеренные инвестиции), которые непосредственно предназначены для инвестиционных целей.

Инвестиционное предложение. Инвестиционное предложение составляет *совокупность объектов инвестирования во всех его формах*: вновь создаваемые и реконструируемые основные фонды, оборотные средства, ценные бумаги, научно-техническая продукция, имущественные и интеллектуальные права и др. Объекты инвестиционной деятельности отражают спрос на инвестиционный капитал.

В зависимости от исходной позиции анализа инвестиционный рынок можно рассматривать в двух аспектах, как

- *рынок инвестиционного капитала*, размещаемого инвесторами;
- *рынок инвестиционных товаров*, представляющих объекты вложений инвесторов.

Рынок инвестиционного капитала. На рынке инвестиционного капитала осуществляется *движение инвестиций*, элементами которого вы-

ступают капитальные ценности как в материальной, так и денежной формах. Несмотря на разнообразие форм инвестиций, все они являются результатом накопления капитала. Обмен инвестиций на рынке производится исходя из ожидаемой отдачи от них в будущем, которая должна превосходить доход.

Рынок инвестиционных товаров — процесс обмена объектов инвестиционной деятельности. На этом рынке инвестиционный спрос представляют инвесторы, выступающие как покупатели инвестиционных товаров, а инвестиционное предложение — производители инвестиционных товаров или другие участники инвестиционной деятельности, являющиеся продавцами объектов вложений для инвесторов.

Инвестиционные товары, как и инвестиции, характеризуются качественной разнородностью. Они могут существовать в материальной форме (элементы физического капитала), в денежной форме (деньги, целевые денежные вклады, паи, ценные бумаги), а также в материальной и денежной форме (основной и оборотный капитал, научно-техническая продукция и т. д.). Их обобщающей характеристикой является *способность приносить доход*.

Определенные виды инвестиций и инвестиционных товаров в силу их связанности в производственной форме не могут непосредственно обращаться на инвестиционном рынке. Обычно, как показывает практика зарубежных стран, они замещаются на рынке долговыми обязательствами или свидетельствами о вложении капитала, дающими право на присвоение дохода (долговыми и долевыми ценными бумагами).

Структура инвестиционного рынка. Обособление реального и финансового капиталов лежит в основе выделения **двух основных форм функционирования инвестиционного рынка: первичного** — в форме оборота реального капитала и **вторичного** — в форме обращения финансовых активов, опосредствующих перелив реального капитала. С возрастанием роли научно-технического прогресса в общественном воспроизводстве возникает *инновационный сегмент* инвестиционного рынка, связанный с вложениями в определенные виды реальных нематериальных активов — научно-техническую продукцию, интеллектуальный потенциал.

Многообразие форм инвестиций и инвестиционных товаров обуславливает сложную структуру инвестиционного рынка. Обобщающим признаком этой классификации является выделение основных объектов инвестирования. Исходя из этого, инвестиционный рынок может

рассматриваться как совокупность рынков объектов *реального* и *финансового* инвестирования. В свою очередь рынок объектов реального инвестирования включает рынок капитальных вложений, недвижимого имущества, прочих объектов реального инвестирования, рынок объектов финансового инвестирования — фондовый рынок, денежный рынок и рынок прочих объектов финансового инвестирования (рис. 3).

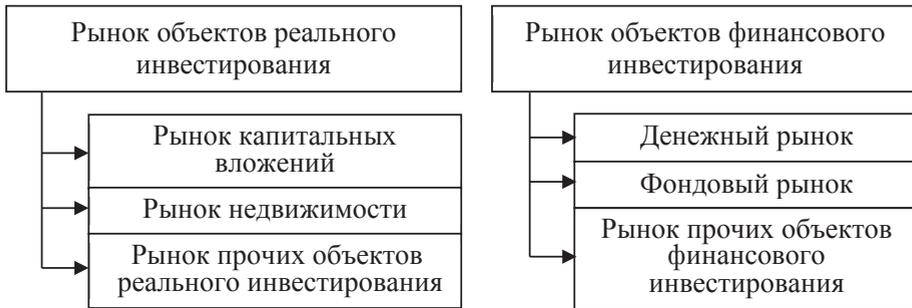


Рис. 3. Структура инвестиционного рынка

Равновесие на инвестиционном рынке. Основопологающим условием функционирования инвестиционного рынка, обеспечивающего возможность его сбалансированности и регулирования, рассматривается *способность спроса и предложения реагировать на изменившуюся рыночную ситуацию, их динамизм*. Динамизм спроса и предложения выступает как общая закономерность развития инвестиционного рынка в условиях свободной конкуренции. В реальной экономической действительности возможность реализации этой закономерности зависит от степени монополизации рынка. В условиях ограничения конкуренции, когда гибкость элементов рынка в существенной степени утрачивается, она проявляется лишь как тенденция.

Функционирование инвестиционного рынка складывается под воздействием множества факторов различного характера и направленности.

Факторы, определяющие формирование инвестиционного спроса можно условно разделить на макро- и микроэкономические.

На *макроэкономическом* уровне факторами, определяющими инвестиционный спрос, являются: валовый национальный объем производства, величина накоплений, денежных доходов населения, распределение получаемых доходов на потребление и сбережение, ожидаемый темп инфляции, ставка ссудного процента, налоговая политика государства, условия финансового рынка, обменный курс денежной еди-

ницы, воздействие иностранных инвесторов, изменение экономической и политической ситуации и др.

На *микроэкономическом* уровне к факторам, определяющим инвестиционный спрос, следует отнести норму ожидаемой чистой прибыли, издержки на осуществление инвестиций, ожидания предпринимателей, изменения в технологии и др.

Рассмотрим основные макро- и микроэкономические факторы, влияющие на инвестиционный спрос (рис. 4).

Важным макроэкономическим показателем, воздействующим на инвестиционный спрос, является *объем произведенного валового национального продукта* (ВВП). Его увеличение при прочих равных условиях ведет к возрастанию инвестиционного спроса и наоборот (рис. 4, *а*). В таком же направлении действует изменение величины накопления, денежных доходов населения. Вместе с тем определяющее значение имеют не столько абсолютные размеры этих показателей, сколько относительные: соотношение между накоплением и потреблением в рамках используемого национального продукта, распределение полученного дохода на сбережение и потребление.

В свою очередь изменение *нормы сбережений* существенно влияет на сдвиги в структуре общественного продукта. При уменьшении нормы сбережений происходит рост потребления и снижение уровня инвестиций, в результате чего выбытие капитала превышает инвестиции. Это вызывает нарушение равновесия в экономике. По мере уменьшения сбережений объемы производства, инвестиций и потребления также снижаются, происходит восстановление равновесия на ином технологическом уровне.

Увеличение нормы сбережения обуславливает другой сценарий экономического развития, характеризующийся падением уровня потребления и увеличением уровня инвестиций. Рост инвестиций через определенный временной лаг приводит к накоплению капитала в производстве, уровень накопления и уровень инвестиций повышаются до тех пор, пока не достигнут оптимального значения с позиции устойчивости экономики. При этом в результате роста сбережений обеспечивается более высокий уровень потребления. Рост инвестиций достигается при повышении *доли сбережений в получаемых доходах* (рис. 4, *б*).

Значительное воздействие на инвестиционный спрос оказывает *ожидаемый темп инфляции* (рис. 4, *в*). Повышение темпов инфляции вызывает обесценение доходов, которые предполагается получить

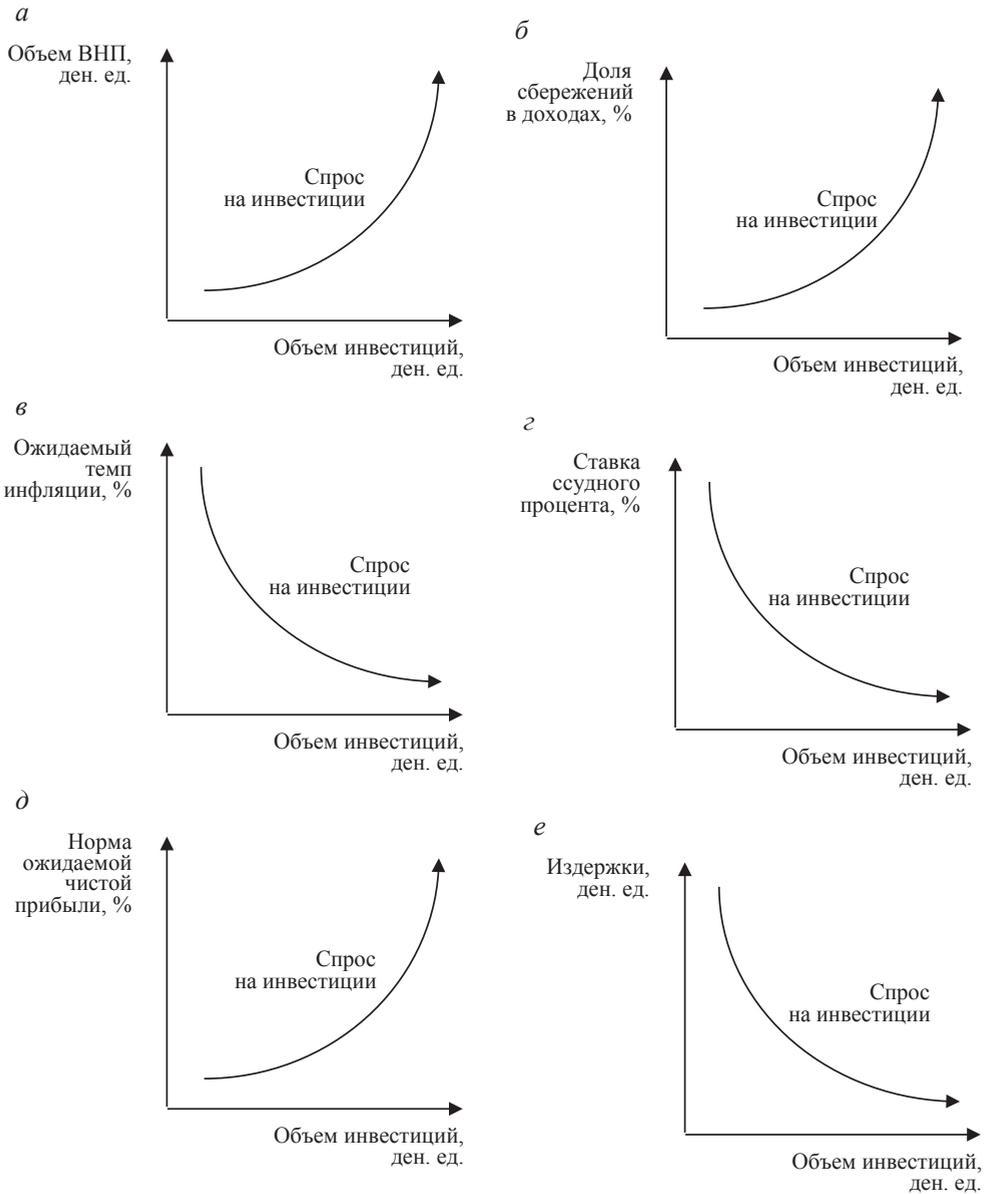


Рис. 4. Влияние на инвестиционный спрос основных факторов на макро- и микроэкономическом уровне:

a — изменений объема ВВП; *б* — доли сбережений в доходах; *в* — изменений ожидаемого темпа инфляции; *г* — ставки ссудного процента; *д* — нормы ожидаемой чистой прибыли; *е* — изменений издержек производства

от инвестиций. Кроме того, инфляция оказывает негативное влияние на объем инвестиций по целому ряду направлений: через сдерживание движущих сил экономического роста в долгосрочной перспективе, ограничение процессов накопления и расширения производства, обесценение производственных фондов, инфляционное налогообложение прибыли, перелив денежных средств из сферы производства в сферу обращения, уменьшение реальных доходов и сбережений, снижение емкости внутреннего рынка и т. д. Поэтому рост темпов инфляции, а также инфляционных ожиданий препятствует активизации инвестиционной деятельности.

Существенное влияние на динамику инвестиций оказывает *процентная и налоговая политика государства*. Регулирование процентных и налоговых ставок является важным рычагом государственного воздействия на инвестиционный спрос. *Ставка ссудного процента* определяет цену заемных средств для инвесторов. Повышение процентной ставки усиливает мотивацию к сбережениям и одновременно ограничивает инвестиции, делая их нерентабельными. При снижении ставки ссудного процента инвестирование оказывается более прибыльным, поэтому уменьшение ставки ссудного процента ведет к росту инвестиций, и наоборот (рис. 4, з).

Определение воздействия процентной ставки на динамику инвестиционного спроса будет неполным без выяснения ее соотношения с *нормой ожидаемой чистой прибыли*, которая имеет особое значение в системе микроэкономических факторов. Это обусловлено тем, что именно прибыль является побудительным мотивом осуществления инвестиций. Инвесторы производят вложения лишь тогда, когда ожидают, что доход, полученный от инвестирования, будет превосходить затраты. Поэтому, чем выше норма ожидаемой чистой прибыли, тем больше инвестиционный спрос (рис. 4, д). При этом эффективное инвестирование будет иметь место лишь в том случае, если норма ожидаемой чистой прибыли превышает реальную ставку процента, иначе привлечение заемных средств теряет экономический смысл. Сопоставление нормы ожидаемой чистой прибыли со ставкой ссудного процента осуществляется предприятиями даже при использовании собственных средств. Прибыль будет инвестирована в собственную фирму, если уровень отдачи от инвестиций окажется выше ставки ссудного процента, в противном случае она будет размещена на рынке капиталов.

Следующий фактор, воздействующий на инвестиционный спрос, — *издержки на осуществление инвестиций*. Учет этого фактора производится при определении нормы ожидаемой чистой прибыли по каждому инвестиционному проекту. Возрастание затрат вызывает снижение нормы ожидаемой чистой прибыли, и наоборот (рис. 4, е). Поскольку значительная доля инвестиционных вложений носит долгосрочный характер, во внимание принимается и фактор времени. В целом, чем больше объем издержек на осуществление инвестиций и срок их окупаемости, тем ниже уровень инвестиционного спроса.

Таким образом, инвестиционный спрос складывается под воздействием разнородных и разнонаправленных факторов, определяющих его гибкость и динамизм.

Формирование инвестиционного предложения имеет ряд отличительных **особенностей**:

- с одной стороны, предложение товаров обусловлено такими основными факторами как *цена*, а также *неценовые* составляющие: издержки, совершенствование технологии, налоговая политика, ожидания, уровень конкуренции и др.;
- с другой стороны, инвестиционное предложение выступает как *специфическое товарное предложение*, поскольку инвестиционные товары отличает способность приносить доход. Это определяет качественную особенность такого фактора, как цена на инвестиционные товары, которая складывается в зависимости от нормы доходности.

Норма доходности лежит в основе цены финансовых инструментов, опосредствующих движение реального капитала. Рыночная цена финансовых активов свидетельствует о степени привлекательности вложений в инвестиционные товары.

Существенное воздействие на инвестиционное предложение оказывает *ставка процента по депозитным вкладам* в банковскую систему, величина которой определяет сбережения домашних хозяйств. Таким образом, развитие фондового рынка и рынка ссудных капиталов выступает важным условием стимулирования инвестиционного предложения.

Поскольку при определенном составе инвестиционного предложения инвестиционный спрос ориентирован на более доходные активы, объем и структура инвестиционного предложения воздействуют на объем и структуру инвестиционного спроса. *Инвестиционное*

предложение является основным фактором, определяющим масштабы функционирования инвестиционного рынка, поскольку оно вызывает изменение спроса на инвестиционные товары. Механизм обратной связи не столь выражен; он проявляется лишь в условиях свободного конкурентного рынка.

Отсутствие чистой конкуренции ограничивает динамизм инвестиционного спроса и предложения, уменьшает возможности их балансирования, а следовательно, и установления *равновесных цен*. Потенциальные участники инвестиционной деятельности не имеют равного доступа к инвестиционному рынку, различаются их возможности получить инвестиционные товары по рыночной цене. Крупные олигополистические инвесторы находятся в более благоприятном положении, чем конкурирующие, так как они могут перекладывать свои затраты на потребителей за счет контроля над предложением и манипуляции цен. Кроме того, вследствие своего высокого рейтинга они могут использовать средства финансового рынка на более выгодных условиях, чем другие организации, норма ожидаемой чистой прибыли которых может быть выше.

Инвестиционный рынок может эффективно функционировать лишь в условиях развитого финансового рынка, устойчивой и надежной банковской системы. При этом важными условиями взаимодействия инвестиционного и финансового рынков являются рыночное формирование процентной ставки, равные условия инвестирования в отраслевом и региональном аспектах, привлекательность долгосрочных вложений, регулируемый уровень инфляции, которые обуславливают необходимость государственного воздействия на рыночные стимулы. Государственное регулирование должно соответствовать экономическим закономерностям, на основе которых рыночный механизм реагирует на изменение условий, учитывает прогнозы последствий мер воздействия, создает условия для реализации потенциальных возможностей.

3.2. Классификация финансового рынка и его характеристика

Финансовый рынок, являющийся частью инвестиционного рынка, представляет собой систему торговли различными финансовыми инструментами (обязательствами). **Товаром** на этом рынке выступают

собственно наличные деньги, включая валюту, а также банковские кредиты и ценные бумаги.

Финансовый рынок рассматривается как совокупность *первичного* рынка, на котором мобилизуются финансовые ресурсы, и *вторичного*, где финансовые ресурсы перераспределяются.

В зависимости от целей анализа, особенностей развития отдельных сегментов финансового рынка в тех или иных странах существуют разные подходы к классификации финансовых рынков. Одна из наиболее часто используемых классификаций приведена на рис. 5.

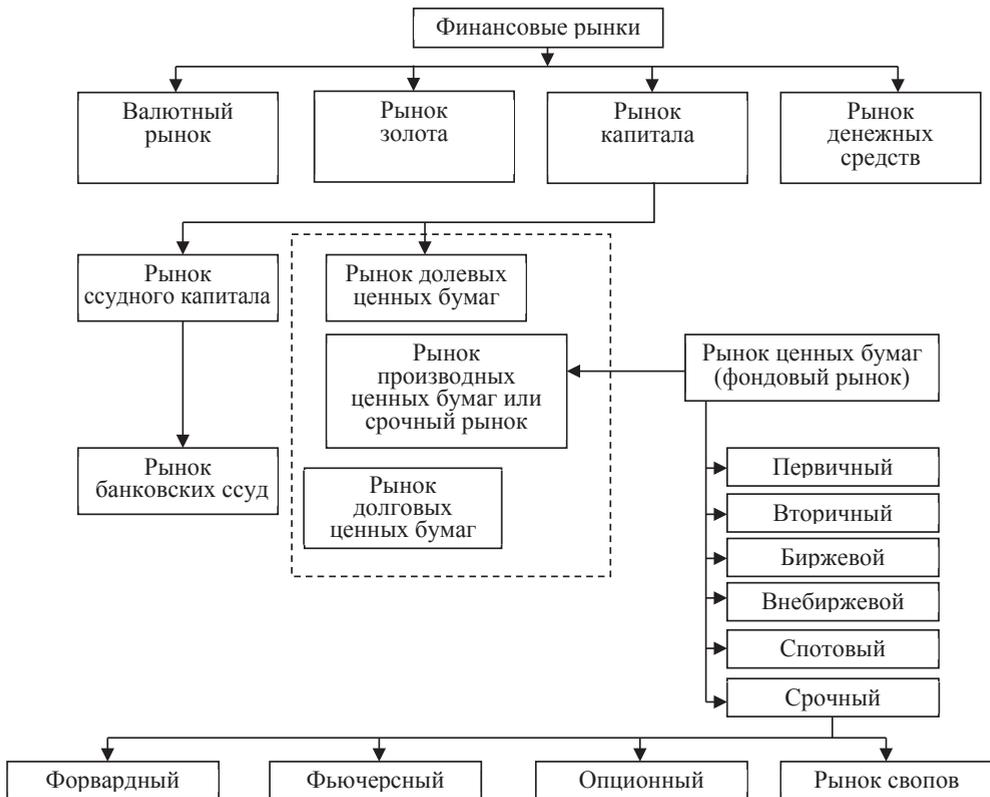


Рис. 5. Классификация финансовых рынков

Валютный рынок — это рынок, на котором товаром являются объекты, имеющие валютную ценность. К валютным ценностям относятся:

- иностранная валюта (денежные знаки — банкноты, казначейские билеты, монеты, являющиеся законным платежным средством или изымаемые, но подлежащие обмену, и средства на счетах

в денежных единицах иностранного государства, международных или расчетных денежных единицах);

- ценные бумаги (чеки, векселя), фондовые ценности (акции, облигации) и другие долговые обязательства, выраженные в иностранной валюте;
- драгоценные металлы (золото, серебро, платина, палладий, иридий, родий, рутений, осмий) и природные драгоценные камни (алмазы, рубины, изумруды, сапфиры, александриты, жемчуг).

В качестве *субъектов* (участников) валютного рынка выступают банки, биржи, экспортеры и импортеры, финансовые и инвестиционные учреждения, правительственные организации. *Объект* валютного рынка (на кого направлены действия субъекта) — любое финансовое требование, обозначенное в валютных ценностях.

Субъекты валютного рынка могут совершать следующие виды операций:

- кассовые (спот) — с немедленной поставкой валюты (чаще всего в течение двух рабочих дней после заключения сделки);
- срочные (форвардные) — с поставкой валюты через определенный промежуток времени;
- свопы — одновременное осуществление операций покупки и продажи с разными сроками исполнения;
- хеджирование (страхование открытых валютных позиций);
- арбитраж процентных ставок (получение выгоды от принятия депозитов и их перераспределение на согласованные периоды по более высокой ставке).

Рынок золота — это сфера экономических отношений, связанных с куплей-продажей золота с целью накопления и пополнения золотого запаса страны, организации бизнеса, промышленного потребления и др.

В основе наиболее общего деления финансового рынка на **рынок капитала и рынок денежных средств** лежит срок обращения соответствующих финансовых инструментов. **На денежном рынке** основными инструментами являются казначейские векселя, банковские акцепты и депозитные сертификаты банков; **на рынке капитала** — долгосрочные облигации, акции и долгосрочные ссуды.

В практике развитых стран считается, что если срок обращения инструмента составляет менее года, то это инструмент денежного рынка. Долгосрочные инструменты (свыше пяти лет) относятся к рынку ка-

питала. Строго говоря, имеется «пограничная область» от одного года до пяти лет, когда говорят о среднесрочных инструментах и рынках. В общем случае они также относятся к рынку капитала. В России в условиях становления финансового рынка к долгосрочным инструментам часто относят инструменты с периодом обращения более полугода.

Таким образом, граница между краткосрочными и долгосрочными финансовыми инструментами, как и граница между рынком капитала и денежным рынком, не всегда может быть четко проведена. Вместе с тем такое деление имеет глубокий экономический смысл. Инструменты денежного рынка служат в первую очередь для обеспечения ликвидными средствами текущей деятельности экономических субъектов. Инструменты же рынка капиталов связаны с процессом сбережения и долгосрочного инвестирования.

Денежный рынок — рынок краткосрочных (длительностью до одного года) и кредитных операций. Он складывается из учетного, межбанковского и валютного рынков:

- *учетный рынок* — это рынок, основными инструментами которого выступают краткосрочные обязательства, казначейские и коммерческие векселя;
- *межбанковский рынок* — рынок, где временно свободные денежные ресурсы кредитных учреждений привлекаются и предоставляются банками друг другу преимущественно в форме межбанковских кредитов на короткие сроки (сроками от одного дня до пяти лет);
- *валютный рынок* — рынок купли-продажи валюты на основе спроса и предложения.

Рынок капиталов — это рынок кредитов, акций, облигаций и прочих финансовых обязательств. Он, в свою очередь, подразделяется на **рынок ссудного капитала и рынок долевого ценных бумаг**. Такое деление выражает характер отношений между покупателями товаров (финансовых инструментов), продаваемых на этом рынке, и эмитентами финансовых инструментов. Если в качестве финансового инструмента выступают долевого ценные бумаги, то эти отношения носят характер отношений собственности, в остальных случаях — это кредитные отношения.

На рынке ссудного капитала обращаются долгосрочные финансовые инструменты, предоставляемые на условиях срочности, возвратности и платности. Он подразделяется на **рынок долгосрочных банковских ссуд и рынок долговых ценных бумаг (также долгосрочных)**.

Долевые ценные бумаги представляют собой сертификаты, подтверждающие право ее держателя на пропорциональную долю в чистых активах организации, на участие в распределении прибыли и, как правило, на участие в управлении этой организацией. Вопросы владения собственностью определяются законодательными актами, а также учредительными документами организации (общества).

Рынок ценных бумаг — это совокупность экономических отношений между участниками рынка по поводу выпуска и обращения ценных бумаг. На рынке ценных бумаг выпускаются, обращаются и поглощаются как собственно ценные бумаги, так и их заменители (сертификаты, купоны и т. п.). Участников рынка ценных бумаг можно разделить на три группы:

- эмитенты — лица, выпускающие ценные бумаги с целью привлечения необходимых им денежных средств;
- инвесторы — лица, покупающие ценные бумаги с целью получения дохода, имущественных и неимущественных прав;
- посредники — лица, оказывающие услуги эмитентам и инвесторам по достижении ими поставленных целей.

Рынок ценных бумаг — часть финансового рынка, состоящая из двух взаимосвязанных сфер: эмиссии и первичного размещения ценных бумаг (**первичный рынок**) и их обращения (**вторичный рынок**).

Обязательными участниками первичного рынка являются эмитенты ценных бумаг и инвесторы. Назначение первичных рынков состоит в привлечении дополнительных финансовых ресурсов, необходимых для инвестиций в производство и для других целей.

Вторичные рынки ценных бумаг позволяют получать деньги при продаже «бывших в употреблении», т. е. эмитированных ранее ценных бумаг, с той разницей, что на вторичном рынке ценных бумаг цены на них, как правило, выше, чем цены на эти же ценные бумаги при первичном размещении. Вторичные рынки ценных бумаг предназначены для перераспределения уже имеющихся ресурсов в соответствии с потребностями и возможностями участников рынка. Благодаря существованию вторичных рынков увеличиваются объемы покупок ценных бумаг инвесторами на первичных рынках.

В зависимости от форм организации совершения сделок с ценными бумагами рынок ценных бумаг подразделяется на биржевой и внебиржевой.

Биржевой рынок представляет собой сферу обращения ценных бумаг в специально созданных финансовых институтах для организованной

и систематической продажи и перепродажи ценных бумаг. Эти институты называются фондовыми биржами. Торговлю на бирже осуществляют только члены биржи, причем торговля может осуществляться только теми ценными бумагами, которые включены в котировочный список, т. е. прошли процедуру допуска ценных бумаг к продаже на бирже. Самая крупная фондовая биржа находится в Нью-Йорке.

Внебиржевой рынок ценных бумаг представляет собой систему крупных торговых площадок, осуществляющих торговлю многими видами ценных бумаг. Деятельность этих торговых площадок подчиняется строгим правилам, обязательным для исполнения всеми участниками сделок. Объемы операций, совершаемых во внебиржевой торговле, зачастую превышают объемы операций на фондовом рынке. Дилеров внебиржевого рынка иногда называют маркет-мейкерами (или «создателями рынка»).

В зависимости от сроков совершения операций с ценными бумагами рынок ценных бумаг подразделяется на **спотовый и срочный**. На спотовом рынке обмен ценных бумаг на денежные средства осуществляется практически во время сделки. На срочном рынке осуществляется торговля срочными контрактами: форвардами, фьючерсами, опционами, свопами.

Форвардный рынок — это рынок, на котором стороны договариваются о поставке имеющихся у них в действительности ценных бумаг с окончательным расчетом к определенной дате в будущем.

Фьючерсный рынок — это рынок, на котором производится торговля контрактами на поставку в определенный срок в будущем ценных бумаг или других финансовых инструментов, реально продаваемых на финансовом рынке.

Опционный рынок — это рынок, на котором производится купля-продажа контрактов с правом покупки или продажи определенных финансовых инструментов по заранее установленной цене до окончания его срока действия. Заранее установленная цена называется ценой исполнения опциона.

Рынок свопов — это рынок прямых обменов контрактами между участниками сделки с ценными бумагами. Он гарантирует им взаимный обмен двумя финансовыми обязательствами в определенный момент (или несколько моментов) в будущем. В отличие от форвардной сделки своп обычно подразумевает перевод только чистой разницы между суммами по каждому обязательству. Кроме того, в отличие

от форвардного контракта конкретные параметры взаимных обязательств по свопам, как правило, не уточняются и могут изменяться в зависимости от уровня процентной ставки, обменного курса или других величин.

Кроме того, следует упомянуть о *рынках страховых полисов, пенсионных счетов, ипотечных рынках*. Это особые рынки со своими финансовыми инструментами и институтами — сберегательными организациями, действующими на договорной основе. Так, в США по объему совокупных финансовых активов они в настоящее время превышают совокупные активы коммерческих банков, сберегательных институтов и кредитных союзов более чем в полтора раза.

Инвестиционная политика страховых компаний и пенсионных фондов направлена на приобретение долгосрочных финансовых инструментов со сроками погашения, которые наиболее близко совпадают с их долгосрочными обязательствами. Необходимость выделения ипотечных рынков в составе рынка капитала связана с рядом обстоятельств:

- ипотечные кредиты всегда обеспечиваются реальным залогом в виде земельных участков или зданий, помещений, и если заемщик не выполняет своих долговых обязательств, то имущественные права на залог переходят к кредитору;
- ипотечные кредиты не имеют стандартных параметров (различные номиналы, сроки погашения и т. д.) и, соответственно, трудно реализуются на вторичном рынке. Об этом свидетельствует тот факт, что объем вторичного рынка ипотек значительно уступает объемам вторичного рынка ценных бумаг, размещенных на рынках долгосрочных капиталов;
- ипотечные рынки в отличие от других рынков долгосрочных капиталов в разных странах строго регулируются действиями специальных государственных органов.

3.3. Финансовые и инвестиционные институты

Финансовые институты — профессиональные участники финансового рынка, занимающиеся операциями по передаче денег, кредитованию, инвестированию и заимствованию денежных средств с помощью различных финансовых инструментов.

В наиболее общем виде финансовые институты включают следующие *виды*:

- **коммерческие банки** (универсальные и специализированные);
- **небанковские кредитно-финансовые институты** (финансовые и страховые компании, пенсионные фонды, ломбарды, кредитные союзы и товарищества);
- **инвестиционные институты** (инвестиционные компании и фонды, фондовые биржи, финансовые брокеры, дилеры, инвестиционные консультанты и пр.).

Общей функцией для всех групп инвесторов является аккумулярование временно свободных денежных средств (государства, фирм, населения) с последующим вложением их в экономику. Вместе с тем каждый из них обладает собственной спецификой как в осуществлении присущих ему функций, так и в механизме аккумуляции инвестиционных ресурсов и их дальнейшем размещении.

Коммерческие банки. Значительный инвестиционный потенциал концентрируется в учреждениях банковской системы, которые в отличие от многих других посреднических институтов обладают исключительными возможностями использования трансакционных денежных средств и кредитной эмиссии. Аккумулируя временно высвобождающиеся финансовые ресурсы, банки направляют их по каналам кредитной системы прежде всего в ключевые, наиболее динамично развивающиеся секторы и отрасли, способствуя тем самым осуществлению структурной перестройки экономики. Банковская система является важным источником удовлетворения инвестиционного спроса.

Базовой основой банковской системы являются **универсальные коммерческие банки**, являющиеся многофункциональными учреждениями, оперирующими в различных секторах финансового рынка. **Универсальный банк** — кредитное учреждение, обслуживающее всех клиентов и осуществляющее все виды банковских операций и услуг: депозитные, кредитные, фондовые, расчетные, кроме эмиссии банкнот¹. Универсальные банки являются более устойчивыми, чем специализированные, благодаря диверсификации средств. В настоящее время четко

¹ Банкнота (от англ. bank-note) — банковский билет, денежный знак разного достоинства, выпускаемый в обращение в стране центральными эмиссионными банками, т. е. государственными банками, обладающими правом выпуска в обращение денег или ценных бумаг.

проявляется тенденция к универсализации банков. *Универсальный банк* имеет следующие **особенности**:

- выполняет широкий круг банковских операций;
- кредитует различные виды экономической деятельности, отраслей народного хозяйства;
- клиентами банка являются как физические, так и юридические лица;
- осуществляет свою деятельность, как правило, в различных регионах страны, имеет филиалы, в том числе и зарубежные.

Таким образом, деятельность универсального банка не ограничена видами экономической деятельности, отраслями и регионами экономики страны, составом потребителей услуг, а также количественно.

Вместе с тем развитие тенденции к специализации банковских услуг привело к выделению специализированных банков. **Специализированный банк** — кредитное учреждение, специализирующееся в определенной области банковской деятельности, т. е. осуществляющее только определенные виды операций или обслуживающее определенную категорию потребителей банковских услуг. В свою очередь он имеет следующие **особенности**:

- выполнение ограниченного круга банковских операций;
- кредитование конкретного вида экономической деятельности, отрасли народного хозяйства или группы предприятий;
- ограниченный круг клиентов банка (например, может обслуживать только физических лиц);
- локальный характер деятельности банка, ограниченный пределами определенной территории.

В современных условиях банки очень часто приобретают черты как специализированного, так и универсального кредитного учреждения. Так, крупные **специализированные ипотечные банки** могут предоставлять различные услуги своим клиентам и иметь филиалы за рубежом. **Ипотечные банки** являются специфическим инвестиционным институтом, осуществляют кредитные операции по привлечению и размещению средств на долгосрочной основе под залог либо на приобретение недвижимого имущества — земли и строений. Наряду с основной деятельностью ипотечные банки могут заниматься вложением средств в ценные бумаги, выдачей ссуд под залог ценных бумаг, другими финансовыми услугами. Источником денежных средств выступают вклады клиентов и собственный капитал банка. Ресурсы ипотечных банков

в существенной степени формируются за счет средств, привлеченных от выпуска ипотечных облигаций, закладных листов. Эти долговые обязательства являются надежными ценными бумагами с твердыми процентными ставками, они обеспечены совокупностью ипотечных кредитов, выданных банком. В зависимости от направлений кредитования ипотечные банки делятся на *земельные банки*, предоставляющие кредит под залог земли; *мелиоративные*, предоставляющие кредит под мелиоративные работы, и *коммунальные банки*, предоставляющие кредит под залог городской недвижимости.

Среди специализированных банков выделяют **инвестиционные банки**, осуществляющие инвестиционную политику посредством направления привлеченных средств на приобретение акций промышленных корпораций и кредитование малого и среднего бизнеса. *Главная функция* инвестиционного банка — размещение собственных и привлеченных средств в ценные бумаги. **Особенностью** деятельности инвестиционных банков является их ориентация на мобилизацию долгосрочного капитала и предоставление его путем выпуска и размещения акций, облигаций, других ценных бумаг, долгосрочного кредитования, а также обслуживание и участие в эмиссионно-учредительской деятельности нефинансовых компаний (в отдельных странах банки, выполняющие аналогичные функции, имеют название торговых, деловых). В современной кредитной системе существуют **два вида** инвестиционных банков: 1) осуществляющие услуги, связанные исключительно с торговлей и размещением ценных бумаг, 2) предоставляющие среднесрочные и долгосрочные кредиты.

Инвестиционные банки первого вида получили распространение в Англии, Австралии, Канаде, США. Инвестиционным банкам данного вида, как правило, запрещается принимать вклады населения и фирм, их ресурсы формируются за счет собственной эмиссионной деятельности (выпуска ценных бумаг) и привлечения кредитов других финансово-кредитных институтов. Инвестиционные банки выступают в качестве организаторов первичного и вторичного обращения ценных бумаг третьих лиц, гарантов эмиссии, посредников и кредиторов при осуществлении фондовых операций, активных участников рынка слияний и поглощений, агентов, приобретающих часть неразмещенных компаний ценных бумаг, а также финансовых консультантов по ценным бумагам и другим аспектам деятельности фирм и корпораций. Инвестиционные банки первого вида функционируют в основном на пер-

вичном внебиржевом рынке ценных бумаг, осуществляя посредническую деятельность по размещению ценных бумаг. В качестве *основных методов размещения ценных бумаг* используются:

- *андеррайтинг* (покупка всего выпуска ценных бумаг с последующей организацией его размещения на рынке в течение определенного времени), гарантирующий размещение эмитированных акций и облигаций;
- *прямое размещение*, при котором банки выступают лишь консультантами продавцов и покупателей ценных бумаг;
- *публичное размещение*, когда инвестиционные банки формируют группу для размещения ценных бумаг на рынке;
- *конкурентные торги*, где инвестиционные банки являются организаторами аукциона).

При реализации крупных эмиссий ценных бумаг инвестиционные банки создают синдикаты и консорциумы. В настоящее время инвестиционные банки первого типа представляют собой мощные и динамично развивающиеся финансово-кредитные институты.

Инвестиционные банки второго вида получили развитие в ряде стран Западной Европы (Италии, Испании, Нидерландах, Норвегии, Португалии, Франции, Швеции) и развивающихся государствах. Основные задачи этих банков состоят в средне- и долгосрочном кредитовании различных секторов и отраслей экономики, реализации специальных целевых проектов в области передовых технологий, а также государственных программ стабилизации экономики и социально-экономического развития. Они занимаются различными операциями на рынке ссудного капитала, аккумулируя сбережения физических и юридических лиц, осуществляют предоставление среднесрочных и долгосрочных кредитов фирмам, вложения в государственные и частные ценные бумаги, другие финансовые услуги. В Англии, Канаде, США инвестиционных банков второго вида не существует, долгосрочное кредитование осуществляют другие типы финансово-кредитных институтов.

Следует отметить, что в ряде стран инвестиционные банки выполняют функции, характерные для инвестиционных банков обоих видов.

Небанковские финансово-кредитные институты. К небанковским финансово-кредитным институтам относят финансовые и страховые компании, пенсионные фонды, ломбарды, кредитные товарищества и союзы, общества взаимного кредита и др.

Финансовые компании — финансово-кредитные учреждения, которые занимаются кредитованием отдельных видов экономической деятельности, отраслей, а также предоставлением разных видов кредитов, проведением различных финансовых операций. Наибольшее распространение получили в США, Канаде, Великобритании. Они подразделяются на *три вида*:

- 1) финансовые компании, в сферу деятельности которых входит кредитование товаров длительного пользования в рассрочку. Данные компании скупают у розничных торговцев и дилеров обязательства потребителей со скидкой (обычно до 10 %), чем отличаются от фирм, которые предоставляют потребительский кредит;
- 2) финансовые компании, которые обслуживают систему коммерческого кредита. Промышленные фирмы предоставляют его друг другу при отгрузке товаров;
- 3) финансовые компании, которые предоставляют под высокий процент мелкие ссуды индивидуальным заемщикам.

Основными источниками ресурсов финансовых компаний являются срочные, обычно трех- и шестимесячные, депозиты².

Страховые компании — это самостоятельные организации с собственным капиталом, которые заключают соглашения по страхованию и обслуживают их в течение определенного промежутка времени. Страховая компания является независимым звеном во всей цепи оборота общественного продукта, она — обособленный хозяйствующий субъект, опосредующий отношения в сфере обращения денежной наличности. Вместе с тем страховщики заключают сделки по перестрахованию и сострахованию и так взаимодействуют с другими страховыми компаниями. Например, страховые общества, реализуя страховые полисы, принимают от населения сбережения в виде регулярных взносов, которые затем помещаются в государственные и корпоративные ценные бумаги, закладные под жилые строения. Регулярный приток взносов, процентных доходов по облигациям и дивидендов по акциям, принадлежащим страховым компаниям, обеспечивают накопле-

² *Депозит срочный* — банковский вклад физического или юридического лица, который согласно условиям договора может быть изъят владельцем только по истечении определенного срока или после предварительного уведомления, поэтому ставка по нему выше, чем по депозиту до востребования. В отечественной банковской практике чаще всего срочные депозиты принимаются на 1, 3, 6, 9 и 12 месяцев, реже — на два года.

ние устойчивых и крупных финансовых резервов. Страховые общества могут быть организованы в форме акционерного общества или взаимной компании. В последнем случае владельцы страховых полисов являются совладельцами фирмы; накопленные взносы владельца страхового полиса рассматриваются как его пай во взаимной компании.

Пенсионные фонды существуют в форме государственного и негосударственного пенсионного обеспечения. **Государственный пенсионный фонд** — крупнейший из внебюджетных социальных фондов. Он введен в действие с 01.01.1992 г. Постановлением Верховного Совета Российской Федерации «О бюджете Пенсионного фонда РФ» от 27.12.1991 г. № 2122–1. Основным источником его доходов — страховые взносы работодателей и работающих. Кроме того, в доходы его бюджета, кроме обязательных взносов, поступают также средства федерального бюджета, которые направляются через Пенсионный фонд РФ на финансирование выплаты государственных пенсий и пособий; средства Фонда социального страхования РФ; свободные средства Государственного фонда занятости населения РФ и средства, которые он возмещает в счет расходов на выплату досрочных пенсий безработным гражданам; доходы от обслуживания счетов Пенсионного фонда РФ банками; пени и финансовые санкции; добровольные взносы юридических и физических лиц. Основные цели Пенсионного государственного фонда РФ как самостоятельного финансово-кредитного учреждения — сосредоточение страховых взносов и расходование средств Фонда в соответствии с действующим законодательством на выплату государственных пенсий (по возрасту, за выслугу лет, при потере кормильца); компенсаций пенсионерам; пенсий по инвалидности, военным служащим, а также материальной помощи престарелым и инвалидам и пособий (на детей, одиноким матерям, инфицированным ВИЧ); пострадавшим от аварии на Чернобыльской АЭС и другие выплаты.

Пенсионные негосударственные фонды (частные) — это особая организационно-правовая форма некоммерческих организаций социального обеспечения, исключительными видами деятельности которых являются:

- деятельность, связанная с негосударственным пенсионным обеспечением участников фонда, основанная на договорах негосударственного пенсионного обеспечения;
- деятельность в качестве страховщика по обязательному пенсионному страхованию в соответствии с Федеральным законом

«Об обязательном пенсионном страховании в Российской Федерации» от 15.12.2001 г. № 167-ФЗ и договорами об обязательном пенсионном страховании;

- деятельность в роли страховщика, связанная с профессиональным страхованием и основанная на федеральном законе и договорах о создании профессиональных пенсионных систем.

Деятельность таких фондов ведется на добровольной основе и заключается в размещении пенсионных резервов и их организации, аккумулировании пенсионных взносов, учете пенсионных обязательств фонда, назначении и проведении выплат участникам фонда негосударственных пенсий. Деятельность фонда *в роли страховщика*, связанная с обязательным пенсионным страхованием, заключается в аккумулировании и учете пенсионных накоплений застрахованных лиц, организации инвестирования пенсионных накоплений, назначении и выплате застрахованным лицам накопленной части трудовой пенсии. Негосударственное пенсионное обеспечение рассматривается как дополнительное по отношению к государственному и может осуществляться как в форме дополнительных профессиональных систем, так и в форме отдельных организаций, производящих накопление средств на свое дополнительное пенсионное обеспечение в страховых компаниях или пенсионных фондах. Таким образом, частные пенсионные фонды представляют собой юридически самостоятельные фирмы, управляемые страховыми компаниями или траст-отделами коммерческих банков. Их ресурсы формируются на основе регулярных взносов работающих и отчислений фирм, образовавших пенсионный фонд, а также доходов по принадлежащим фонду ценным бумагам. Пенсионные фонды отличаются устойчивым финансовым положением, продуманной инвестиционной стратегией.

Ломбарды представляют собой кредитные учреждения, выдающие ссуды под залог движимого имущества. Исторически они возникли как частные предприятия ростовщического кредита. В современных условиях во многих странах в формировании капитала и функционировании ломбардов участвует государство. В зависимости от степени участия государства и частного капитала в их деятельности выделяют следующие *виды* ломбардов: государственные и коммунальные, частные и смешанные. Ломбарды специализируются на предоставлении потребительского кредита под обеспечение в виде залога движимого имущества. Практикуются также операции по хранению ценностей

клиентов, а также продажа заложенного имущества на комиссионных началах. Данный круг операций определяет специфику организационной структуры ломбардов: кроме филиалов и отделений крупные ломбарды могут иметь сеть складов и магазинов. К **особенностям** кредитных операций в ломбардах можно отнести отсутствие кредитного договора с клиентом и залогового обязательства. При выдаче ссуды под залог клиент получает залоговый билет, как правило, на предъявителя, имеющий регистрационный номер в журнале регистрации, где указываются реквизиты заемщика и основные условия сделки. По большинству кредитных сделок предусматривается льготный срок, по истечении которого только заложенное имущество может быть продано.

Кредитные товарищества создаются в целях кредитно-расчетного обслуживания своих членов: кооперативов, арендных предприятий, предприятий малого и среднего бизнеса, физических лиц. Капитал кредитных товариществ формируется путем покупки паев и оплаты обязательного вступительного взноса, который при выбытии не возвращается. **Основные операции** кредитных товариществ включают предоставление ссуд, комиссионные и посреднические операции.

Кредитные союзы представляют собой ассоциацию, объединяющую лица (группы частных лиц или мелких кредитных организаций) с общими интересами, продающую своим членам акции и принимающую от них вклады, предоставляя им ссуды. Они представлены **двумя основными типами**: 1) союзы, организованные группой физических лиц, объединяемых по профессиональному или территориальному признаку; 2) союзы, созданные в виде добровольных объединений ряда самостоятельных кредитных товариществ. Капитал кредитных союзов формируется путем оплаты паев, периодических взносов членов кредитных союзов, а также выпуска займов. Кредитные союзы осуществляют такие **операции**, как привлечение вкладов, предоставление ссуд членам союза, учет векселей, торгово-посреднические и комиссионные операции, консультационные и аудиторские услуги.

Кредитные союзы **отличаются** от коммерческих банков тем, что ориентируются не на крупных клиентов, а на население с весьма небольшими средствами. В экономически развитых странах в среднем около 15 % населения участвуют в той или иной форме в кредитных союзах. В России эти общества получили развитие с середины 1990-х гг.

Общества взаимного кредита — это вид кредитных организаций, близких по характеру деятельности к коммерческим банкам, обслу-

живающим мелкий и средний бизнес. *Участниками* обществ взаимного кредита могут быть физические и юридические лица, формирующие капитал общества за счет вступительных взносов. При приеме в общество взаимного кредита приемный комитет оценивает кредитоспособность поступающего, представленные им гарантии или поручительства, имущественное обеспечение и определяет максимально допустимый размер открываемого ему кредита.

При вступлении член общества взаимного кредита вносит определенный процент открытого ему кредита в качестве оплаты паевого взноса, обязуется нести ответственность по своим долгам, а также операциям общества в размере открытого ему кредита. При выбытии из общества взаимного кредита его участник погашает сумму основного долга, приходящуюся на него часть долгов общества, после чего ему возвращаются вступительный взнос и заложенное имущество.

Таким образом, общество взаимного кредита — это ассоциация, в которой объединяются лица, преследующие общие интересы или общественное объединение, создаваемое на добровольной основе, представляющее собой по форме кооператив. Оно возникает с целью аккумуляции денег и взаимного кредитования, в которое включается полный набор льготных банковских услуг.

Инвестиционные институты — юридические лица, ведущие посредническую, консультационную или совместную деятельность на фондовом рынке. Учредителями инвестиционного института могут являться юридические и физические лица (даже резиденты). Формами инвестиционного института являются: инвестиционные компании и фонды, фондовые биржи, инвестиционные брокеры и дилеры, инвестиционные консультанты и др.

Инвестиционные компании и фонды представляют собой разновидность финансово-кредитных институтов, аккумулирующих средства частных инвесторов путем эмиссии собственных ценных бумаг и размещающих их в ценные бумаги других эмитентов. Инвестиционные компании и фонды могут выпускать ценные бумаги, в том числе инвестиционные сертификаты, размещаемые на фондовом рынке. Пределы их выпуска ограничиваются размером покрытия, обеспечиваемого портфелем ценных бумаг.

Инвестиционные компании — это объединения, осуществляющие операции с ценными бумагами и выполняющие некоторые функции коммерческих банков. Они могут функционировать в виде финан-

сово-промышленных групп³, холдинговых⁴ и финансовых⁵ компаний. Инвестиционные фонды учреждаются в форме акционерного общества.

В зависимости от методов формирования ресурсов различают инвестиционные компании *публичного* и *непубличного* типа. У *инвестиционных компаний публичного типа* число акций, образующих акционерный капитал, изменяется в зависимости от спроса на эти акции. Компания в любой момент готова продать новые акции или выкупить свои акции у лиц, желающих их продать, что обеспечивает высокую ликвидность вложений вкладчиков. Акции этих компаний не обращаются на вторичном рынке. У *инвестиционных компаний непубличного типа* величина акционерного капитала является фиксированной. Курс акций определяется складывающимся соотношением спроса и предложения на вторичном рынке.

Инвестиционным фондом признается любое акционерное общество публичного типа, которое одновременно осуществляет деятельность, заключающуюся, как отмечалось выше, в привлечении средств за счет эмиссии собственных акций, инвестировании собственных средств в ценные бумаги других эмитентов, торговле ценными бумагами, а также владеет инвестиционными ценными бумагами, стоимость которых составляет 30 % и более от общей стоимости его активов в течение более четырех месяцев суммарно в пределах одного календарного года.

Инвестиционный фонд предназначен для развития производства. В нем концентрируются: амортизационный фонд, предназначенный

³ *Финансово-промышленные группы* формируются в целях объединения материальных и финансовых ресурсов ее участников для повышения конкурентоспособности и эффективности производства, создания рациональных технологических и кооперационных связей, увеличения экспортного потенциала, ускорения научно-технического прогресса, конверсии оборонных предприятий и привлечения инвестиций.

⁴ *Финансовой холдинговой компанией* признается холдинговая компания, более 50% капитала которой составляют ценные бумаги других эмитентов и иные финансовые активы. В состав активов финансовой холдинговой компании могут входить только ценные бумаги и иные финансовые активы, а также имущество, необходимое непосредственно для обеспечения функционирования аппарата управления холдинговой компании.

⁵ *Финансовая компания* — это компания, занимающаяся организацией выпуска ценных бумаг, фондовыми операциями, финансовыми сделками, в том числе кредитованием.

для простого воспроизводства основных фондов; фонд накопления, образуемый за счет отчислений от прибыли и предназначенный для развития производства, используется на прирост производственных и непроизводственных основных фондов и для образования страховых запасов и резервов; заемные и привлеченные источники. Роль этого фонда состоит в том, что предприятие должно иметь возможность и обязано за счет собственной прибыли и других источников обеспечить прирост оборотных средств и финансирование капитальных вложений. Это должно всегда учитываться руководством предприятия при распределении чистой прибыли и при решении вопроса о том, какую часть ее необходимо направить на выплату дивидендов, а также на развитие производства.

Инвестиционные фонды бывают *обычные, паевые и чековые* в форме публичного и непубличного фонда. *Публичный инвестиционный фонд* — инвестиционный фонд, эмитирующий ценные бумаги с обязательством их выкупа, т. е. предоставляющий владельцу ценных бумаг этого фонда право по его требованию получить в обмен на них денежную сумму или иное имущество в соответствии с уставом фонда; *непубличный инвестиционный фонд* — инвестиционный фонд, который эмитирует ценные бумаги без обязательства их выкупа эмитентом.

Паевой инвестиционный фонд организуется в виде имущественного комплекса без создания юридического лица. Он может быть публичным или интервальным. *Паевой инвестиционный фонд признается публичным*, если управляющая компания принимает на себя обязанность осуществлять выкуп выпущенных ею инвестиционных паев по требованию инвестора в срок, установленный правилами паевого инвестиционного фонда, но не превышающий 15 рабочих дней с даты предъявления требования. *Паевой инвестиционный фонд признается интервальным*, если управляющая компания принимает на себя обязанность осуществлять выкуп выпущенных ею инвестиционных паев по требованию инвестора в срок, установленный правилами паевого инвестиционного фонда, но не реже одного раза в год.

Чековый инвестиционный фонд — специализированный инвестиционный фонд приватизации, принимающий и аккумулирующий приватизационные чеки.

Фондовой биржей может признаваться только организатор торговли на рынке ценных бумаг, не совмещающий деятельность по организации торговли с иными видами деятельности, за исключением *депози-*

*тарной*⁶ и *клиринговой*⁷ деятельности. Фондовая биржа создается в форме некоммерческого партнерства, организует торговлю только между ее членами. Другие участники рынка ценных бумаг могут совершать операции на бирже исключительно через посредничество членов биржи. Членами ее могут быть любые профессиональные участники рынка ценных бумаг, которые на нем осуществляют свою деятельность. Порядок вступления в члены фондовой биржи, выхода и исключения из ее членов определяется фондовой биржей самостоятельно на основании ее внутренних документов.

Инвестиционные дилеры и брокеры представлены профессиональными организациями, ведущими посредническую деятельность на фондовом рынке, или отдельными физическими лицами. *Инвестиционный дилер* осуществляет покупку ценных бумаг от своего имени и за свой счет с целью их последующего размещения среди инвесторов путем публичного объявления цен покупки и/или продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и/или продажи этих ценных бумаг по объявленным им ценам. Дилером может быть только юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией. *Инвестиционный брокер* — физическое или юридическое лицо, занимается в качестве поверенного или комиссионера, действующего на основании

⁶ *Депозитарной деятельностью* признается оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ценные бумаги. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий депозитарную деятельность, именуется депозитарием. Депозитарием может быть только юридическое лицо. Лицо, пользующееся услугами депозитария по хранению ценных бумаг и/или учету прав на ценные бумаги, именуется депонентом. Договор между депозитарием и депонентом, регулирующий их отношения в процессе депозитарной деятельности, именуется депозитарным договором (договором о счете депо). Заключение депозитарного договора не влечет за собой переход к депозитарию права собственности на ценные бумаги депонента. Депозитарий не имеет права распоряжаться ценными бумагами депонента, управлять ими или осуществлять от имени депонента любые действия с ценными бумагами, кроме осуществляемых по поручению депонента в случаях, предусмотренных депозитарным договором.

⁷ *Клиринговая деятельность* — деятельность по определению взаимных обязательств (сбор, сверка, корректировка информации по сделкам с ценными бумагами и подготовка бухгалтерских документов по ним) и их зачету по поставкам ценных бумаг и расчетам по ним. Организации, осуществляющие клиринг по ценным бумагам, в связи с расчетами по операциям с ценными бумагами принимают к исполнению подготовленные при определении взаимных обязательств бухгалтерские документы на основании их договора с участниками рынка ценных бумаг, для которых производятся расчеты.

договора поручения или комиссии, а также доверенности, сведением покупателей и продавцов ценных бумаг и осуществлением сделок с ценными бумагами за комиссионное вознаграждение.

Инвестиционные консультанты — физические или юридические лица, оказывающие консультационные услуги в области инвестиционной деятельности. Например, при выпуске и обращении ценных бумаг, при выборе инвестором эффективных способов инвестирования своих финансовых ресурсов.

3.4. Финансовые инструменты: их виды, характеристика

Финансовые инструменты — различные формы финансовых обязательств (для краткосрочного или долгосрочного инвестирования), торговля которыми осуществляется на финансовом рынке. Финансовые инструменты включают: денежные средства и ценные бумаги. Поскольку предметом изучения является инвестиционная деятельность, то далее будут рассмотрены различные виды ценных бумаг, являющиеся инвестиционными объектами для инвесторов.

Инвестиционные ценные бумаги — вид ценных бумаг, которые удостоверяют у предъявителя или владельца интерес в имуществе или предприятии (например, пай). Такие ценные бумаги рассматриваются как средство инвестирования в обращении на рынке ценных бумаг или на фондовых биржах. Основным признаком отнесения ценной бумаги к инвестиционной считается характер выполняемой ею функции. Данная ценная бумага представляет собой оборотный документ.

Под **ценной бумагой** понимается продаваемый и покупаемый финансовый документ, дающий право владельцу на получение в будущем денежной прибыли. Различают следующие виды ценных бумаг:

- ценные бумаги с фиксированным доходом — облигации, депозитные сертификаты, векселя;
- ценные бумаги с нефиксированным доходом — акции акционерных обществ, сертификаты акций и пр.;
- смешанные формы — например, опционы, фьючерсы и пр.

Эмиссионная ценная бумага — любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками:

- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удовлетворению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных законодательством формы и порядка;
- размещается выпусками;
- имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

Основными эмиссионными ценными бумагами являются акции и облигации.

Акция — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации. Выпуск акций на предъявителя разрешается в определенном отношении к величине оплаченного уставного капитала эмитента в соответствии с нормативом, установленным Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг.

Заменителями ценных бумаг при бездокументарном выпуске являются сертификаты.

Сертификат эмиссионной ценной бумаги — документ, выпускаемый эмитентом и удостоверяющий совокупность прав на указанное в сертификате количество ценных бумаг. На основании такого сертификата владелец ценных бумаг имеет право требовать от эмитента исполнения его обязательств.

Акции могут быть обыкновенные (именные и на предъявителя) и привилегированные.

Акция обыкновенная (простая, голосующая) — акция, дающая право на один голос на собрании акционеров и на получение дивиденда после выплат держателям привилегированных акций. Обыкновенные акции подразделяются на *два вида*: на предъявителя и именные. На обыкновенных акциях *на предъявителя* не указывается имя их владельца, их продажа (передача) другому лицу осуществляется без регистрации в реестре акционеров. На обыкновенных *именных* акциях указывается в обязательном порядке имя их владельца, которое вносится в реестр акционеров общества.

Акции обыкновенные — это основная форма акций. Акции могут существовать не только в виде особого документа, но и в форме запи-

си на счетах, последняя форма во многом предпочтительнее. В этом случае акционеру достаточно выдать сертификат, удостоверяющий изготовление сертификатов, что намного дешевле, и самое главное — их производство не требует лицензии, они могут быть напечатаны на любом полиграфическом предприятии.

Акция привилегированная (преференциальная) — акция, владелец которой может присутствовать на собрании акционеров, но не обладает правом голоса. При этом обеспечивается первоочередное получение дивиденда по фиксированной (обусловленной) ставке по сравнению с владельцами обыкновенных акций. Различают следующие виды привилегированных акций: прямые, конвертируемые, возвратные (отзывные), с плавающим курсом.

С точки зрения высокой инвестиционной ценности для инвесторов различаются активные акции и акции роста.

Активные акции — акции, которыми часто торгуют на рынке ценных бумаг и которые обладают значительным диапазоном колебаний курса. Такие акции имеют достаточно широкий рынок, высоколиквидные, операции совершаются, как правило, по рыночному курсу.

Акции роста — акции растущих компаний, для которых характерен высокий (выше среднего) темп роста за несколько лет. Простое повышение цены еще не делает акции акциями роста. Повышение цены должно базироваться на постоянных факторах — более высокой норме прибыли, растущей стоимости активов, растущей выручке, растущем оборотном капитале. Акции растущих компаний присущ высокий уровень дохода на инвестированный капитал как за ряд прошедших лет, так и на ряд лет вперед.

Облигация — в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ — «это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный ею срок ее номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента от этой стоимости или иного имущественного эквивалента». Облигация может предусматривать иные имущественные права ее держателя, если это не противоречит законодательству Российской Федерации. В общем случае, облигация — это *долговое обязательство*, в соответствии с которым заемщик гарантирует кредитору по истечении определенного срока возврат внесенной суммы и выплату определенного дохода в виде фиксированного или плавающего процента. Различают государственные (региональные),

муниципальные и корпоративные (предприятий) облигации. Облигации могут быть именные и на предъявителя, процентными и беспроцентными (целевыми), свободно обращающимися или с ограниченным кругом обращения, закладные и беззакладные.

Существует множество видов облигаций, различающихся условиями выпуска, обеспеченности и прочими признаками:

- *сериальные облигации*, условия выпуска которых предусматривают регулярную выплату части долга;
- *облигации закладные*, обеспеченные физическими активами или ценными бумагами эмитента;
- *облигации беззакладные*, не обеспеченные какими-либо материальными активами;
- *облигации отзывные* — облигации, которые эмитент может досрочно отозвать (погасить) по цене, большей номинальной стоимости облигации;
- *облигации с отложенным фондом* — облигации эмитента, у которого создается специальный фонд (из определенного процента прибыли) для постепенного погашения облигаций;
- *облигации расширяемые и сужаемые* — облигации, у которых возможно изменение сроков задолженности;
- *облигации конвертируемые*, дающие право их обмена на доходные облигации или акции эмитента;
- *накопительные* (аккумуляционные) *облигации*, продаваемые с дисконтом (если такую облигацию сохранить до погашения, то процентный доход по ней будет представлять собой разницу между номинальной стоимостью и ценой приобретения; в случае ее продажи до погашения процент по ней является разницей между ценами продажи и покупки);
- *облигации урегулирования*, выпускаемые с целью корректирования структуры основного капитала компании.

Выпуск акций обеспечивает формирование собственного капитала общества, а выпуск облигаций — привлечение заемного капитала.

Акции и облигации являются основными ценными бумагами. Акции всегда негосударственные ценные бумаги, облигации могут быть как государственными, так и негосударственными. **Государственные ценные бумаги** могут выпускаться в виде государственных краткосрочных обязательств (ГКО), государственных долговых обязательств (ГДО), казначейских обязательств (КО) и облигаций внутреннего валютно-

го или рублевого займа. Наиболее надежными считаются трех- и шестимесячные ГКО. Недостаточно распространены ГДО. По КО формируется первичный рынок и развивается вторичный рынок.

Кроме перечисленных, на рынке ценных бумаг фигурируют следующие их виды:

- **золотой сертификат** — государственная ценная бумага, обеспеченная золотом пробы 0,9999;
- **депозитный сертификат** — письменное свидетельство кредитного учреждения (банка) о депонировании денежных средств с удостоверением права владельца на получение по истечении установленного срока суммы депозита (вклада) и процентов по нему;
- **вексель** — письменное долговое обязательство об уплате долга в оговоренный срок.

Производные (вспомогательные) финансовые инструменты являются видом оформления сделки на покупку-продажу основных финансовых инструментов при определенных условиях. К ним относят финансовые фьючерсы, опционы, варранты и др.

Финансовый фьючерс (фьючерсный контракт) — соглашение (твердое обязательство) о продаже или покупке финансовых инструментов в будущем с указанием в контракте даты покупки и установленной в момент заключения соглашения цены.

Опцион — ценная бумага в форме контракта на право в течение оговоренного срока купить или продать акции по фиксированной цене.

Варрант — ценная бумага, обладатель которой получает право покупки ценных бумаг по установленной цене в течение определенного срока или бессрочно.

Основные показатели, характеризующие инвестиционную и стоимостную ценность ценных бумаг, включают следующие: дивиденд, проценты по ценной бумаге, доходность ценной бумаги, номинальную стоимость акции, курс ценных бумаг, котировку.

Дивиденд — часть прибыли акционерного общества, распределяемая между акционерами в виде определенной доли от стоимости акций или в сумме, приходящейся на одну акцию.

Проценты по ценной бумаге — доход владельца процентной ценной бумаги (облигации).

Доходность ценной бумаги — это дивиденды или проценты по ценной бумаге, выраженные в процентах от текущей стоимости ценной бумаги.

Номинальная стоимость акции — стоимость (цена) акции, установленная при эмиссии акций, обычно фиксируемая на ее лицевой стороне.

Курс ценных бумаг — цена, по которой продаются и покупаются ценные бумаги. Представляет собой капитализированный доход.

Котировка — установление на основе балансирования спроса и предложения курсов ценных бумаг. Это наиболее высокое предложение купить и наиболее низкое предложение продать ценные бумаги на данном рынке в данное время.

Качества ценных бумаг, обеспечивающие инвестору устойчивость его финансовых вложений, включают ликвидность и надежность ценных бумаг.

Ликвидность ценных бумаг — способность быстрого обращения ценных бумаг в деньги и без потерь для их владельца. Ликвидность характеризуется, во-первых, небольшим разрывом между ценой продавца и ценой покупателя, во-вторых, небольшими колебаниями цен от сделки к сделке. Это способность инвестора быстро конвертировать ценные бумаги в наличные деньги с минимальными потерями относительно их текущей рыночной цены, а рынка — абсорбировать существенное увеличение предложения какой-либо ценной бумаги с минимальным изменением ее цены.

Надежность ценных бумаг — способность ценных бумаг сохранять курсовую стоимость в условиях изменения конъюнктуры рынка инвестиционного капитала, обеспечивает стабильность получения дохода на данную ценную бумагу.

3.5. Новые инструменты долгосрочного финансирования

В практике финансового менеджмента в условиях рынка, кроме традиционных финансовых инструментов, известны и другие приемы, применяемые самостоятельно или в комбинации с эмиссией основных ценных бумаг. К ним относятся: опционы, залоговые операции и ипотека, лизинг, франчайзинг, процентные свопы.

Опционы. Помимо долговых и долевых ценных бумаг существуют специфические продукты фондового рынка, называемые иногда *производными финансовыми инструментами*. Некоторые из них — конвер-

сионные облигации и конверсионные привилегированные акции — упоминались выше, из других отметим прежде всего **опционы**.

Опцион является одним из самых распространенных финансовых инструментов рыночной экономики. В наиболее общем понимании *опцион* (право выбора) представляет собой контракт, заключенный между двумя инвесторами, один из которых выписывает и продает опцион, а второй приобретает его и получает тем самым право в течение оговоренного в условиях опциона срока либо купить по фиксированной цене определенное количество базисных активов у лица, выписавшего опцион, — опцион на покупку, либо продать их ему — опцион на продажу. В качестве таких активов могут выступать любые товары или финансовые инструменты. **Особенностью** опциона является то, что в результате операции покупатель приобретает собственно не финансовые инструменты (акции, облигации) или товары, а лишь право на их покупку.

В зависимости от сроков исполнения принято различать *два типа* опционов: *европейский*, когда контракт дает право купить или продать базовые активы по фиксированной цене только в определенный день (expiration date) и *американский*, дающий право покупки или продажи в любой день, вплоть до оговоренной в контракте даты (именно эти опционы доминируют в мировой практике).

В *мировой практике* известны три основных вида опционных контрактов:

- 1) право на льготную покупку акций компании;
- 2) варрант;
- 3) опционы продавца и покупателя.

Право на льготную покупку акций представляет собой специфический финансовый инструмент, необходимость введения которого изначально была вызвана естественным желанием акционеров избежать возможной потери степени контроля и снижения доли доходов ввиду появления новых акционеров при дополнительной эмиссии. В этой ценной бумаге указано количество акций (или часть акций), которое можно приобрести на нее по фиксированной цене — цене подписки.

Пример. Уставный капитал акционерного общества составляет 100 тыс. акций. Общество планирует дополнительно выпустить 20 тыс. акций. Каждый акционер получает право на приобретение новых акций пропорционально его доле. Например, владелец 1000 акций получает право на приобретение одной сотой нового выпуска, т. е. 200 ак-

ций. Таким образом, после размещения новых акций уставный капитал составит 120 тыс. акций, а доля акций (и голосов) этого акционера в результате не уменьшится и составит тот же 1%, что и до дополнительной эмиссии.

Права на льготную покупку акций обращаются на рынке самостоятельно. При их выпуске компания устанавливает дату регистрации — все зарегистрированные на эту дату владельцы акций получают документ «право на покупку», который они по своему усмотрению могут исполнить, т. е. купить дополнительные акции, продать или проигнорировать.

Для привлечения дополнительных финансовых ресурсов с помощью продажи прав компании необходимо определить прежде всего, какое количество «прав на покупку» следует установить для приобретения одной акции. Это делается, как правило, с помощью инвестиционных консультантов, при этом цена подписки на дополнительные акции обычно устанавливается ниже текущей рыночной цены на акции этой компании.

Пример. Акционерное общество намерено дополнительно привлечь 50 млн р. путем продажи акций с помощью «прав на покупку». Уставный капитал состоит из 100000 акций, рыночная цена на которые в последнее время колебалась от 2200 до 2500 р. Инвестиционный консультант рекомендует установить подписную цену на акцию, указанную в «праве на покупку», в размере 2000 р., что даст возможность полностью разместить акции нового выпуска. Таким образом, обществу нужно продать 25000 дополнительных акций (50 млн р.: 2000 р.). Это означает, что акционеру необходимо предъявить четыре права на покупку (100000 акций: 25000 акций), т. е. один документ «право на покупку» дает возможность купить 1/4 обыкновенной акции.

Цена финансового инструмента «право на покупку» изначально определяется компанией в результате консультаций с инвестиционными компаниями и носит название *теоретической цены*, которая может быть определена одним из двух способов в зависимости от того, обладают ли продающиеся акции в данный момент (в этом случае курсовая рыночная цена выше):

- 1) с «правом на покупку» новых акций;
- 2) без «права на покупку» новых акций.

В первом случае теоретическая цена «права на покупку» новых акций ($Ц_{П_т}$) определяется по формуле

$$\text{ЦП}_T = \frac{(\text{РЦ}_c - \text{ПЦ}_a)}{k + 1}, \quad (2)$$

где РЦ_c — рыночная цена акции с «правом покупки» новых акций;
 ПЦ_a — подписная цена на акции;
 k — количество «прав», необходимых для покупки одной акции.
 Во втором случае формула имеет вид

$$\text{ЦП}_T = \frac{(\text{РЦ}_b - \text{ПЦ}_a)}{k}, \quad (3)$$

где РЦ_b — рыночная цена акции без «права покупки» новых акций.

Пример. В условиях предыдущего примера рассчитать теоретическую цену «права на покупку», если акции в обоих случаях (с правом и без права покупки новых акций) продаются по цене 2600 р.

1) с правом покупки новых акций $\text{ЦП}_T = (2600 - 2000) : 5 = 120$ р.

2) без права покупки новых акций $\text{ЦП}_T = (2600 - 2000) : 4 = 150$ р.

Финансовые инструменты «право на покупку» обращаются на рынке самостоятельно, при этом их рыночная цена может довольно значительно отличаться от теоретической стоимости. Это связано прежде всего с ожиданиями инвесторов относительно акций данной компании. Если ожидается, что акции будут расти в цене, повышается и рыночная цена «права на покупку». Значение этого финансового инструмента для эмитента состоит в том, что компания активизирует покупку своих акций. Что касается потенциальных инвесторов, то они могут получить определенный доход в случае, если цена акций данной компании будет повышаться.

Варрант в буквальном смысле означает гарантирование какого-то события, например, продажи или покупки товара. В финансовом менеджменте *варрант* — это разновидность опциона, представляющая собой ценную бумагу, дающую право купить или продать фиксированную сумму финансовых инструментов в течение определенного периода или бессрочно. Покупка варранта — проявление осторожности в том случае, если инвестор не вполне уверен в качестве ценных бумаг и не желает рисковать деньгами.

Существуют различные виды варрантов. В наиболее типичном случае владелец варранта приобретает возможность купить оговоренное число акций, как правило, обыкновенных по оговоренной цене в течение определенного времени. Бывают *бессрочные* варранты, дающие возможность покупать определенный финансовый инструмент в лю-

бое время. Варрант не дает право на проценты или дивиденды и не обладает правом голоса; погашение его не предусматривается. Варрант может выпускаться одновременно с финансовыми инструментами, привлекательность которых тем самым хотят повысить, или отдельно от них. В любом случае по прошествии некоторого времени он начинает обращаться как самостоятельная ценная бумага. Как правило, варранты выпускаются сравнительно редко и только крупными фирмами. В отличие от прав на покупку, выпускаемых на сравнительно непродолжительный срок в несколько месяцев, срок действия варранта может исчисляться годами. Кроме того, фиксированная цена (или цена исполнения), указанная в праве на покупку, которая устанавливается в момент эмиссии этого финансового инструмента, обычно ниже текущей курсовой цены акции, в то время как цена исполнения в варранте обычно на 10–20 % выше курсовой.

Обычно варранты выпускаются вместе с облигационным займом данной компании. Этим достигается: а) привлекательность облигационного займа, а значит успешность его размещения; б) возможность увеличить уставный капитал в случае исполнения варрантов.

Пример. Акционерное общество планирует выпустить облигационный заем на 8 млн р. (800 облигаций по 10 тыс. р. каждая). К каждой облигации прикладывается варрант, дающий право купить две акции по 1300 р. По данным, приведенным во второй графе табл. 3, проанализировать возможное изменение структуры капитала.

Таблица 3

Изменение структуры источников средств, млн р.

Источник финансирования	До выпуска займа	После выпуска	После исполнения варранта
Обыкновенные акции (номинал 1000 р.)	10,0	10,0	11,6
Добавочный капитал (эмиссионный доход)	1,0	1,0	1,48
Нераспределенная прибыль	15,0	15,0	15,0
Собственный капитал	26,0	26,0	28,08
Заемный капитал	—	8,0	8,0
Авансированный капитал	26,0	34,0	36,08

Из расчетов следует, что если все варранты будут исполнены, то количество акций возрастет на 1600 ($800 \cdot 2$). Таким образом, уставный капитал увеличится на 1,6 млн р. ($1000 \text{ р.} \cdot 1600 \text{ акций}$), а статья «Пре-

мия на акции» — на 480 тыс. р. (300 р. · 1600 акций). Если к моменту исполнения варранта рыночная цена акций будет ниже цены исполнения, инвестор просто не воспользуется своим правом, предоставленным варрантом.

После того как варрант отделяется от финансового инструмента, вместе с которым он эмитировался (в рассмотренном выше примере это был облигационный заем), он начинает обращаться на рынке ценных бумаг самостоятельно. В этом случае возможные с ним операции могут принести как доход, так и убыток.

Как и любая ценная бумага, варрант имеет теоретическую и рыночную цену. Теоретическая цена ($ЦВ_t$) представляет собой цену, по которой ожидается реализация этой ценной бумаги на рынке, и рассчитывается по формуле

$$ЦВ_t = (PЦ_{и} - PЦ_{в}) \cdot K_{и}, \quad (4)$$

где $PЦ_{и}$ — рыночная цена финансового инструмента, указанного в варранте;

$PЦ_{в}$ — цена исполнения варранта (т.е. цена, по которой можно будет приобрести акции);

$K_{и}$ — количество финансовых инструментов, указанных в варранте.

Если рыночная цена финансового инструмента, указанного в варранте, ниже цены исполнения, теоретическая цена варранта приравнивается к нулю. Рыночная цена варранта обычно выше его теоретической цены. Только в случае, когда цена исполнения установлена на сравнительно высоком уровне, теоретическая и рыночная цены варранта близки друг к другу.

Как самостоятельно обращающиеся ценные бумаги, варранты приобретаются главным образом для того, чтобы получить доход, называемый премией варранта. Этот показатель является субъективной величиной и определяется инвестором как разница между прогнозируемой им ценой варранта и его теоретической ценой.

Пример. Инвестор намеревается инвестировать 99 тыс. р. в компанию А, акции которой продаются по цене 1800 р., а варрант на эти акции — по цене 1100 р. Один варрант дает право приобрести три акции компании А по цене 1600 р. Теоретическая цена варранта может быть найдена по формуле (4) и равна 1000 р. $(1800 - 1600) \cdot 5$. Инвестор ожидает, что в ближайшее время цена акций поднимется до 2100 р.

Инвестор может выбрать один из двух вариантов: либо купить акций на сумму 99 тыс. р. В этом случае он получит 55 акций (99000 р. : 1800 р.), либо купить 90 варрантов (99000 р. : 1100 р.). Предположим, что прогноз инвестора верен, и цена на акции поднялась до 2100 р. Тогда его доход составит:

в первом варианте — 16500 р. ($300 \text{ р.} \cdot 55$);

во втором варианте — 135000 р. (поскольку цена акции увеличится на 300 р., а каждый варрант дает право на покупку пяти акций, то цена варранта возрастет на 1500 р.; суммарный доход от владения 90 варрантами будет равен $300 \text{ р.} \cdot 5 \cdot 90$).

Безусловно, покупка варрантов сопряжена с риском возможных потерь. Если прогноз не оправдается и цена акции, напротив, снизится, то убыток инвестора будет относительно большим в случае приобретения им варрантов, а не акций непосредственно.

Подобные ценные бумаги уже появились на отечественном финансовом рынке, хотя и без особого успеха. В частности, одной из первых в этой области была фирма «Супримекс», которая эмитировала в 1994 г. варранты и продавала их на универсальной бирже в Москве. Эта ценная бумага дала ее владельцу право приобрести 50 привилегированных акций фирмы «Супримекс» по номинальной стоимости. В случае необходимости варрант можно было вернуть и получить свои деньги.

Опционы продавца и покупателя — разновидности контрактов с правом покупки или продажи финансовых инструментов по фиксированной цене в течение определенного периода времени. Лицо, приобретающее права, вытекающие из опциона, принято называть покупателем опциона или его держателем, а лицо, принимающее на себя соответствующие обязательства, — продавцом (эмитентом) опциона. Опцион продавца (или опцион «пут») дает право покупателю опциона продать, а опцион покупателя (или опцион «колл») — купить оговоренное количество финансовых инструментов (чаще всего кратное 100) по фиксированной цене в течение определенного периода времени. Во время покупки опциона покупатель платит продавцу определенную премию (цена контракта), которая не возвращается независимо от того, воспользуется покупатель приобретенным правом или нет. Возможны три варианта действий держателей опционных контрактов:

- 1) исполнить контракт, т. е. воспользоваться вытекающими из опциона правами;

- 2) оставить контракт без исполнения;
- 3) продать контракт другому лицу до истечения срока его действия.

Следует подчеркнуть, что опционы продавца и покупателя не имеют непосредственного отношения к деятельности финансового менеджера предприятия по увеличению источников финансирования, поскольку доход от таких контрактов получают брокерские компании, занимающиеся операциями с ценными бумагами. Очевидна общая стратегия поведения покупателей и продавцов в такого рода операциях — каждый из них стремится извлечь выгоду от возможного изменения курсовой стоимости акций. У кого точнее прогноз, тот и получает выгоду. При этом держатели опциона покупателя и эмитенты опциона продавца играют на повышение цен; держатели опциона продавца и эмитенты опциона покупателя исходят из прогноза о возможном понижении цен.

Пример. Компания А приобрела трехмесячный опцион покупателя у компании Б на 100 акций с ценой исполнения 1600 р. Цена контракта — 20000 р. Очевидно, что покупателю, для того чтобы по крайней мере не остаться в убытке, необходимо, чтобы за время, в течение которого действует данный контракт, цена на акции поднялась как минимум на 200 р. (20000 р.: 100). Если, например, цена увеличится до 2500 р., доход покупателя составит

$$(2500 - 1600) \cdot 100 - 20000 = 70000 \text{ р.}$$

Если курсовая цена составит величину из интервала (1600–1800 р.), покупка опциона в целом принесет компании А убыток. Оптимальным решением в этом случае будет покупка акций для того, чтобы уменьшить убыток. Так, если курсовая цена будет 1740 р., то убыток составит

$$(1740 - 1600) \cdot 100 - 20000 = -6000 \text{ р.}$$

Если курсовая цена будет менее 1600 р., компания А не будет покупать акции, а ее убыток составит 20000 р.

Залоговые операции и ипотека. На бытовом уровне залоговые операции достаточно известны в связи с деятельностью ломбардов. В условиях рыночной экономики подобные операции являются обыденными и в отношении деятельности предприятий. В настоящее время все большее число коммерческих банков требуют залога при выдаче долгосрочных кредитов; в этом случае предметом залога чаще всего выступают акции предприятия.

Залог представляет собой способ обеспечения обязательства, при котором кредитор — залогодержатель приобретает право в случае неисполнения должником обязательства получить удовлетворение за счет заложенного имущества. Залоговые операции регулируются законодательством.

Субъектами залоговых операций выступают *залогодатель* и *кредитор*. *Залогодатель* — лицо, которому предмет залога принадлежит на праве собственности или полного хозяйственного ведения. *Предметом залога* могут быть вещи, ценные бумаги, имущественные права, иное имущество, отчуждение которого не запрещено законодательством. В частности, в качестве залога может выступать доля собственника в имуществе, при этом залог собственником своей доли общей долевой собственности не требует согласия остальных собственников. Залогодатель распоряжается заложенным имуществом, если иное не предусмотрено законом о залоге или договором о залоге. *Залогодержатель* имеет право проверять наличие, состояние и условия хранения заложенного имущества. При переходе долга, обеспеченного залогом к новому залогодателю, ему также передается право распоряжения заложенным имуществом. Порядок страхования заложенного имущества определяется договором.

Договор о залоге совершается в письменном виде по форме, установленной законодательством по месту заключения договора; несоблюдение установленной формы договора делает его недействительным. Залог, обеспечивающий обязательства, возникающие из нотариально заверенного договора, также подлежит нотариальному удостоверению. Залог предприятия в целом или иного имущества, подлежащего государственной регистрации, должен быть зарегистрирован там, где зарегистрировано имущество; при этом договор о залоге считается заключенным с момента регистрации.

Различают *два вида залога*: заложенное имущество остается у залогодателя; заложенное имущество передается во владение залогодержателю (заклад). Выбор варианта может определяться типом заложенного имущества — например, ценные бумаги могут служить в качестве залога, а действующее оборудование не может. Первый вариант залога является более распространенным, поскольку позволяет залогодателю продолжать вести хозяйственную деятельность и выполнять обязательства по договору.

Имущество может быть перезаложено, если иное не предусмотрено законом и договором, при этом права залогодержателей сохраняют-

ся и удовлетворяются в последовательности их возникновения. Залогодатель обязан сообщать последующему залогодержателю о всех существующих залогах этого имущества, в противном случае он обязан возместить возможные убытки.

При неисполнении в срок обязательства, обеспеченного залогом, залогодержатель имеет право обратиться взыскание на предмет залога. При недостаточности суммы, полученной от реализации заложенного имущества, залогодержатель может получить остальное за счет другого имущества должника, если иное не оговорено договором.

Залог организации (предприятия), строения, здания, сооружения, иного объекта, непосредственно связанного с землей, вместе с земельным участком или правом пользования им называется *ипотекой*. Договор об ипотеке подлежит обязательному нотариальному удостоверению и регистрации в поземельной книге по месту нахождения объекта ипотеки. Ипотека организации (предприятия) распространяется на все ее (его) имущество. По требованию залогодержателя организация (предприятие) обязана предоставлять ему финансовую отчетность. При неисполнении организацией (предприятием) обязательств залогодержатель вправе принять меры, предусмотренные договором, включая назначение своих представителей в органы управления организацией (предприятием) и ограничение права распоряжаться имуществом и продукцией.

Залог является рискованной операцией для залогодателя, тем не менее для многих организаций (предприятий) он нередко является практически единственным способом получить долгосрочную ссуду в банке.

Лизинг представляет собой долгосрочную аренду движимого и недвижимого имущества. Он является косвенной формой финансирования деятельности и применяется в том случае, когда организация (предприятие) не желает приобретать данный вид основных средств или не имеет финансовых возможностей сделать это.

Различают следующие *формы* лизинга: прямой, возвратный и смешанный, операционный и финансовый. Инициатива выбора той или иной формы обычно принадлежит лизингополучателю. Эти формы различаются целевыми установками субъектов лизинговой операции, объемом их обязанностей, сроком использования имущества. *Субъектами* лизинговых операций, в которых объектом лизинга выступает оборудование, являются обычно три стороны: поставщик (произво-

датель) оборудования, лизингодатель (арендодатель, лизинговая фирма), лизингополучатель (арендатор).

Прямой лизинг предусматривает по окончании срока аренды переход права собственности на объект лизинга к арендатору.

Сущность *возвратного лизинга* заключается в том, что предприятие продает свое имущество лизинговой фирме и сразу же берет обратно в долгосрочную аренду. По окончании лизингового контракта право собственности на имущество вновь переходит к предприятию-арендатору. Такая ситуация может возникнуть в случае, когда предприятие испытывает временный недостаток в оборотных средствах.

Смешанный лизинг предусматривает долевое участие арендатора и лизинговой фирмы в затратах по приобретению объекта лизинга. Эта форма аренды применяется обычно в отношении дорогостоящего имущества и является весьма распространенной формой финансирования деятельности предприятий в период их становления. Долевые расходы арендатора по приобретению имущества составляют, как правило, до 20 % стоимости имущества. По окончании срока аренды право собственности на имущество переходит к арендатору.

Операционный лизинг заключается на срок, меньший, чем амортизационный период арендуемого имущества, и предусматривает возврат объекта лизинга владельцу по окончании срока действия контракта. Как правило, техническое обслуживание, ремонт, страхование и другие обязательства в этом случае принимает на себя лизингодатель. Теоретически в этом случае общая сумма выплат арендатора за арендованное имущество не покрывает расходов арендодателя по его приобретению, поэтому, как правило, такое имущество сдается в операционный лизинг неоднократно. Нередко операционный лизинг предусматривает возможность досрочного возврата арендуемого имущества по желанию арендатора с выплатой определенного штрафа за расторжение лизингового контракта. Различают две основные причины, обуславливающие выбор арендатора в пользу операционного лизинга:

- 1) арендатору необходимо арендуемое имущество лишь на время, например для реализации какого-то проекта или работы, имеющих разовый характер; после окончания проекта надобность в данном типе имущества полностью отпадает;
- 2) арендуемое имущество подвержено сравнительно быстрому моральному старению, т. е. арендатор считает, что по истечении определенного времени, в частности срока аренды, на рынке мо-

гут появиться новые, более эффективные аналоги данного имущества; в качестве наиболее распространенного примера можно привести вычислительную технику.

Финансовый лизинг заключается на весь амортизационный период арендуемого имущества и, как правило, не предусматривает досрочного расторжения лизингового контракта. Таким образом, платежи арендатора в этом случае превышают расходы арендодателя по приобретению данного имущества. Финансовый лизинг используется при аренде дорогостоящих объектов: земли, здания, дорогого оборудования.

Лизинговые операции выгодны всем участникам. Имея устоявшиеся контакты с лизинговой фирмой, поставщик в определенной степени освобождается от изучения рынка сбыта, предоставив эту возможность фирме, и вместе с тем может с ее помощью значительно увеличить сбыт своей продукции. Лизинговая фирма имеет доход от предоставления имущества в аренду и, кроме того, способствует инвестиционному процессу. Арендатор получает возможность обновить свою материально-техническую базу в кредит, не отвлекая из оборота финансовые ресурсы.

Франчайзинг (от англ. franchise — льгота, привилегия) — это форма отношений и хозяйственной интеграции крупного и малого бизнеса, заключающаяся в предоставлении крупной компанией (франчайзером) права выступать под своей торговой маркой малой компании, являющейся самостоятельным юридическим лицом. Франчайзер может выдать льготный кредит или быть поручителем при получении займа.

Таким образом, франчайзинг представляет собой выдачу компанией физическому или юридическому лицу лицензии (франчайзы) на производство или продажу товаров (услуг) под фирменной маркой данной компании и/или по ее технологии. Контрактом может оговариваться: период, на который выдана лицензия; территория, на которой будут производиться или реализовываться товары, или услуги; форма платежа (разовый платеж, периодические отчисления, смешанная форма).

По существу, франчайзинг не является операцией прямого финансирования предприятия, однако она обеспечивает косвенное финансирование, в частности, за счет сокращения расходов на разработку технологии производства, завоевание рынка и др. Поэтому к ней часто прибегают вновь появившиеся компании, пытающиеся утвердиться в данной сфере бизнеса и, по возможности, снизить риск потерь, который всегда сопровождает попытки самостоятельного созда-

ния нового производства. Эта операция в известной степени выгодна и компании, предоставившей лицензию, поскольку происходит прямая или косвенная реклама этой компании, а также поступают платежи за пользование лицензией. В зависимости от условий контракта фирма, продающая свою лицензию, может дополнительно организовать начальное и последующее обучение партнеров, руководство или консультирование их деятельности, рекламу, другие виды финансового, технологического и коммерческого содействия.

Процентные свопы. Своп (обмен) представляет собой договор между двумя субъектами по обмену обязательствами или активами с целью улучшения их структуры, снижения рисков и издержек по обслуживанию. Существуют различные *виды свопов*: наиболее распространенными из них являются *процентные* и *валютные* свопы.

Суть операции может быть легко понятна на примере с *процентными свопами*. Предприятие, привлекая заемные средства, вынуждено платить за них проценты. Кредитование может выполняться по различным схемам. Так, ссуды могут выдаваться либо по фиксированной ставке, либо по плавающей ставке, например ЛИБОР; или ставке, «привязанной» к ЛИБОР⁸. Кроме того, условия кредитных договоров могут быть различными, в частности, в силу различной платежеспособности клиентов. В этих условиях, оказывается, существует возможность объединения усилий двух клиентов по обслуживанию полученных кредитов с тем, чтобы уменьшить расходы каждого из них.

Рынок свопов начал развиваться в начале 1980-х гг. Этому времени предшествовал период использования параллельных кредитов, когда две стороны договаривались об обмене основными суммами и процентными платежами по ним. С целью упрощения механизма расчета между сторонами и была изобретена операция, названная процент-

⁸ *ЛИБОР* (London interbank offered rate) — ставка по кредитам, которые предоставляются банками Лондона на короткий срок, обычно на срок 3–6 месяцев. В отдельных случаях срок может варьироваться от одной ночи до 5 лет. ЛИБОР служит основным ориентиром, он является ставкой, на которой базируется установление ссудных капиталов учетных ставок кредитного процента на международном рынке.

Со временем в результате развития мирового валютного рынка по каждой валюте в качестве базовых стали применяться аналогичные ставки: «ПИБОР» — в Париже, «ЛюксИБОР» — в Люксембурге, «СИБОР» — в Сингапуре и т. д. Все эти ставки вследствие тесной связи банковских центров между собой мало отличаются друг от друга по своему уровню.

ным свопом. Суть ее состоит в том, что стороны перечисляют друг другу лишь разницу процентных ставок от оговоренной суммы, называемой основной. Эта сумма не переходит из рук в руки, а лишь служит базой для расчета процентов. Чаще всего проценты начисляются и выплачиваются один раз в полгода, но могут быть и другие варианты. Процентные ставки для расчета могут определяться также различными способами. Один из наиболее распространенных вариантов состоит в следующем.

Две компании заключают договор об обмене процентными ставками, в котором определяются:

- а) основная сумма, с которой будут начисляться проценты;
- б) дата первого фиксирования значения процентной ставки;
- в) периодичность начисления и платежей, например 6 месяцев;
- г) дата последнего фиксирования значения процентной ставки.

Взаимные платежи осуществляются в конце очередного периода по ставке на начало периода. Технологию действия процентного свопа рассмотрим на примере.

Пример. Две компании заключили договор, согласно которому компания А обязуется ежеквартально платить компании Б фиксированную процентную ставку в течение двух лет, получая взамен плавающую ставку ЛИБОР. Сумма, от которой начисляются указанные проценты, составляет 10 млн долл., размер фиксированной процентной ставки — 10 % с ежеквартальным начислением. В зависимости от динамики ставки ЛИБОР в данном периоде возможны различные результаты по возникновению взаимной задолженности между этими компаниями. Например, если в первом квартале периода ставка ЛИБОР была в среднем 7 %, то компания А должна заплатить компании Б сумму в 75 тыс. долл. $(10000000 (0,10 - 0,07) : 4)$.

Таким образом, по окончании первого квартала компания Б получила доход. Поскольку договор заключен на два года, а динамика ставки ЛИБОР не предсказуема, окончательные результаты сделки можно будет установить лишь по истечении двух лет.

Рынок свопов активно развивается на Западе. В частности, в США в 1990 г. был достигнут пик рыночной активности по процентным свопам — общая основная сумма по заключенным свопам составила более 1,5 млрд долл.

Контрольные вопросы и задания

1. Какими элементами характеризуется инвестиционный рынок?
2. Из каких стадий состоит конъюнктурный цикл?
3. В чем различие между потенциальным и реальным инвестиционным спросом?
4. По какому обобщающему признаку можно структурировать инвестиционный рынок? Какова структура инвестиционного рынка по данному признаку?
5. Какие макро- и микроэкономические факторы определяют инвестиционный спрос?
6. Расскажите о сущности и видах финансовых рынков. Дайте их краткую характеристику.
7. Охарактеризуйте основные финансовые и инвестиционные институты, их функции и задачи.
8. В чем специфика деятельности инвестиционных институтов?
9. Охарактеризуйте посредническую деятельность финансовых и инвестиционных институтов.
10. Какие финансовые инструменты могут быть использованы для краткосрочного или долгосрочного инвестирования?
11. Назовите приемы (инструменты долгосрочного финансирования), применяемые самостоятельно или в комбинации с эмиссией основных ценных бумаг в организациях (на предприятиях).

Глава 4

Методические основы принятия инвестиционных решений

4.1. Оценка стоимости денежных средств во времени

Организация и финансирование инвестиций требуют осуществления различных финансово-экономических расчетов, связанных с определением потоков денежных средств в разные периоды времени. Необходимость оценки денежных средств во времени связана с тем, что стоимость денежных ресурсов с течением времени изменяется с учетом нормы прибыли на денежном рынке, в качестве которой обычно выступает норма ссудного процента (или процента⁹). Учитывая, что *инвестирование* обычно представляет собой длительный процесс, в инвестиционной практике часто приходится сравнивать стоимость денежных средств в начале их инвестирования со стоимостью их при возврате в виде будущей прибыли, амортизационных отчислений и т. п. В процессе сравнения стоимости денежных средств при их инвестировании и возврате принято использовать два основных понятия — будущая стоимость денежных средств и их настоящая стоимость.

Будущая стоимость денежных средств (future value — *FV*) представляет собой сумму инвестированных средств в настоящий момент, в которую вложенные средства сегодня превратятся через определенный период времени с учетом определенной ставки процента. Определение будущей стоимости денег связано с *процессом наращивания* этой стоимости, который представляет собой постепенное увеличение перво-

⁹ Под *процентом* понимается сумма доходов от использования денежных средств на денежном рынке.

начальной суммы вклада путем присоединения к ней суммы процента, которая рассчитывается по так называемой *процентной ставке* (этот способ в финансовом менеджменте называют *компаундингом*¹⁰). Процентная ставка выступает, с одной стороны, как инструмент наращивания стоимости денежных средств, с другой стороны, в более широком смысле, как измеритель степени доходности инвестиционных операций.

Настоящая стоимость денежных средств¹¹ (present value — *PV*) представляет собой стоимость денежных средств в текущем периоде при их обратном пересчете исходя из будущей их стоимости с учетом определенной ставки процента (так называемой «дисконтной ставки») в конкретном периоде.

Расчет настоящей стоимости денежных средств производится через их будущую стоимость путем дисконтирования. **Дисконтирование** — это способ приведения будущей стоимости денег к их стоимости сегодня. Оно представляет собой процесс определения того, сколько надо инвестировать сегодня, чтобы получить обусловленную сумму в будущем, т. е. это обратный процесс наращиванию денежных средств.

При расчете наращивания и дисконтирования денежных средств используются модели простых и сложных процентов.

Простой процент — это сумма, которая начисляется по *настоящей (первоначальной) стоимости* вложения в конце одного периода платежа, обусловленного условиями инвестирования средств (месяц, квартал, год и т. п.). Расчет суммы простого процента (*S*) в процессе наращивания вложений проводят по формуле

$$S = PV \cdot r \cdot t, \quad (5)$$

где *PV* — настоящая (первоначальная) стоимость вклада (инвестиций);
r — норма доходности вложенных средств, выражаемая десятичной дробью;

¹⁰ *Компаундинг* — это способ приведения настоящей стоимости денег к их стоимости в будущем, т. е. рост во времени вложений денежной суммы в результате реинвестирования получаемых на нее процентов. Процент во вложенные средства добавляется к первоначальным, сделанным ранее вложениям.

¹¹ В отечественной экономической литературе при обозначении настоящей стоимости используются также термины «первоначальная стоимость», «текущая стоимость», «современная стоимость», «приведенная стоимость», «дисконтированная стоимость».

t — количество периодов времени, в течение которых вложенные средства будут находиться в обороте.

Пример. Необходимо определить сумму простого процента за год при следующих условиях: первоначальная сумма вклада — 1000 ден. ед.; процентная ставка, выплачиваемая ежеквартально, — 20%. Подставляя эти значения в формулу (5), получим $S = 1000 \cdot 4 \cdot 0,2 = 800$ ден. ед.

По окончании каждого периода инвестиция увеличивается на величину kt . Поэтому *будущая стоимость* инвестиций (FV) с учетом начисленной суммы процентов определяется по формуле

$$FV = PV + S = PV(1 + r \cdot t). \quad (6)$$

В нашем примере будущая стоимость вклада составит 1800 ден. ед. (1000 + 800).

Множитель $(1 + r \cdot t)$ представляет собой *коэффициент наращивания простых процентов*. Его значение всегда должно быть больше единицы. Процесс наращивания суммы вклада во времени по простым процентам может быть представлен и графически.

При расчете суммы простого процента в процессе дисконтирования стоимости денежных средств, т. е. суммы дисконта D , используется формула

$$D = FV - FV \cdot 1/(1 + r \cdot t). \quad (7)$$

Пример. Необходимо определить сумму дисконта по простому проценту за год при следующих условиях: конечная сумма вклада определена в размере 1000 ден. ед.; дисконтная ставка составляет 20% в квартал. Подставляя эти значения в формулу (7), получим:

$$D = 1000 - 1000 \cdot 1/1 + 4 \cdot 0,2 = 444 \text{ ден. ед.}$$

В этом случае настоящая стоимость денежных средств (PV) с учетом рассчитанной суммы дисконта определяется по формуле

$$PV = FV - D = FV \cdot 1/(1 + r \cdot t). \quad (8)$$

В нашем примере настоящая стоимость инвестиций, необходимых для получения через год 1000 ден. ед., должна составить 556 ден. ед. (1000 – 444).

Используемый в обоих случаях множитель $(1/(1 + r \cdot t))$ называется *дисконтным множителем* или *коэффициентом простых процентов*, значение которого всегда должно быть меньше единицы. Процесс дис-

контирования суммы денежных средств также может быть представлен и графически.

Сложным процентом называется сумма, которая образуется в результате вложения средств при условии, что сумма начисленного простого процента не выплачивается после каждого периода, а присоединяется к сумме основного вклада и в последующем доход исчисляется с общей суммы, включающей также начисленные и невыплаченные проценты.

Расчет суммы вложения в процессе его наращивания по сложным процентам (FV_c), т. е. *будущей стоимости* производится по формуле

$$FV_c = PV(1 + r)^t. \quad (9)$$

В этом случае сумма процента (S_c) определяется по формуле

$$S_c = FV_c - PV. \quad (10)$$

Пример. Необходимо определить будущую стоимость вклада и сумму сложного процента за весь период инвестирования при следующих условиях: первоначальная стоимость вложений — 1000 ден. ед.; процентная ставка при расчете суммы сложного процента установлена в размере 20% ежеквартально; период инвестирования — один год. Подставляя эти значения в формулы (9, 10), получим $FV_c = 1000(1 + 0,2)^4 = 2074$ ден. ед.; $S_c = 2074 - 1000 = 1074$ ден. ед.

Расчет *настоящей стоимости* денежных средств в процессе дисконтирования по сложным процентам (PV_c) осуществляется по формуле

$$PV_c = \frac{FV}{(1 + r)^t}. \quad (11)$$

В этом случае сумма дисконта (D_c) определяется по формуле

$$D_c = FV - PV_c. \quad (12)$$

Подставляя исходные данные предыдущего примера в формулы (11, 12), получим

$$PV_c = 1000/(1 + 0,2)^4 = 482 \text{ ден. ед.}; D_c = 1000 - 482 = 518 \text{ ден. ед.}$$

В финансово-экономических расчетах множитель $(1 + r)^t$ называют *коэффициентом*, или *множителем наращивания сложных процентов*, а множитель $1/(1 + r)^t$ — *множителем или коэффициентом дисконтирования сложных процентов*. Для простоты их вычислений разработа-

ны специальные таблицы [13, с. 412–415], с помощью которых при заданных параметрах указанных коэффициентов и периодов инвестирования можно определить текущую и будущую стоимость денежных средств.

При оценке стоимости денежных средств во времени необходимо иметь в виду, что на ее результат большое влияние оказывает не только размер процента, но и периодичность выплат, т. е. количество платежных периодов в течение одного и того же срока. Иногда оказывается более выгодным инвестировать денежные средства под меньшую ставку процента, но с большей периодичностью выплат.

Пример. Перед инвестором стоит задача разместить 100 млн ден. ед. на депозитный вклад сроком на один год. Один банк предлагает инвестору выплачивать доход по сложным процентам в размере 23 % в квартал; второй — в размере 30 % один раз в четыре месяца; третий — в размере 45 % два раза в году; четвертый — в размере 100 % один раз в году.

Результаты расчета будущей стоимости вложения денежных средств по выбору наилучшего варианта инвестирования при различных условиях представлены в табл. 4.

Таблица 4

**Расчет будущей стоимости вложения денежных средств
при различных условиях инвестирования**

№ варианта	Настоящая стоимость вклада	Ставка процента	Будущая стоимость вклада в конце периода			
			1-го	2-го	3-го	4-го
1	100	23	123	151	186	229
2	100	30	130	169	220	—
3	100	45	145	210	—	—
4	100	100	200	—	—	—

Сравнение вариантов показывает, что наиболее эффективным является первый вариант с выплатой дохода в размере 23 % один раз в квартал.

Одним из широко используемых в финансово-экономических расчетах понятий является *аннуитет*. Различают *два вида* аннуитета: срочный и бессрочный.

Срочным аннуитетом называется денежный поток с равными поступлениями в течение ограниченного периода через равные временные интервалы. Аннуитетные платежи имеют место при оценке доле-

вых и долговых ценных бумаг, инвестиционных проектов. Примером аннуитета могут быть ежеквартальные выплаты процентов по облигациям, депозитным и сберегательным сертификатам, равномерная арендная плата за имущество, регулярно поступающие рентные платежи за пользование сданным в аренду земельным участком и др.

Специфика платежей в виде аннуитета, заключающаяся в равномерности поступлений, дает возможность использовать более упрощенные формулы со стандартными значениями отдельных показателей, приводимые в специальных таблицах. Так, формула для определения *будущей стоимости аннуитета* имеет следующий вид:

$$FV_a = A \cdot r_a, \quad (13)$$

где FV_a — будущая стоимость аннуитета на конец определенного периода;

A — сумма аннуитетного платежа;

r_a — множитель наращенного аннуитета, определяемый по специальным таблицам [13, с. 416–417] при заданных параметрах процентной ставки и количества периодов. Множитель наращенного аннуитета можно рассчитать по формуле $r_a = [(1 + r)^t - 1]/r$, где r — процентная ставка.

Экономический смысл множителя наращенного аннуитета (r_a), его еще называют *факторным множителем*, заключается в том, что он показывает, чему будет равна суммарная величина срочного аннуитета в одну денежную единицу (например, один рубль) к концу срока его действия.

Формула для определения *настоящей (текущей) стоимости аннуитета* имеет следующий вид:

$$PV_a = \frac{A}{R_a}, \quad (14)$$

где PV_a — настоящая (текущая) стоимость аннуитета;

R_a — дисконтный множитель аннуитета, определяемый по специальным таблицам [13, с. 418–419] при заданных параметрах дисконтной ставки и количества периодов. Дисконтный множитель аннуитета можно рассчитать по формуле $R_a = [1 - 1/(1 + r)^t]/r$.

Экономический смысл дисконтного множителя (R_a) состоит в том, что он показывает, чему равна с позиции текущего момента величина аннуитета с регулярными поступлениями в размере одной денежной

единицы (например, один рубль), продолжающегося t лет с заданной процентной ставкой k .

Пример. Ставка дисконтирования (r) равняется 8%, период (t) — 6 месяцев. Определить текущую и будущую стоимость аннуитета, если аннуитетный платеж составляет 172 р. Подставляя эти значения в формулы (13, 14), получим $PV_a = 172 [1 - 1/(1 + 0,08)^6]/0,08 = 172 (1 - 0,630)/0,08 = 795,5$ р.; $FV_a = 172 [(1 + 0,08)^6 - 1]/0,08 = 172 (1,587 - 1)/0,08 = 1262,05$ р.

Аннуитет называется *бессрочным*, если денежные поступления продолжают достаточно длительное время. В зарубежной практике к бессрочным относятся аннуитеты, рассчитанные на 50 лет и более.

Оценка текущей стоимости бессрочного аннуитета делается также по формуле (14). Для оценки целесообразности приобретения аннуитета используется формула

$$PV_a = \frac{A}{r}. \quad (15)$$

В этом случае известен размер годовых поступлений, а в качестве коэффициента дисконтирования r обычно принимается гарантированная процентная ставка (например, процент, предполагаемый государственным банком).

Пример. Определить текущую стоимость бессрочного аннуитета с ежегодным поступлением 420 тыс. р., если предлагаемый государственным банком процент по срочным вкладам равен 14% годовых.

По формуле (15) получим $PV = 420/0,14 = 3$ млн р.

Таким образом, если аннуитет предлагается по цене, не превышающей 3 млн р., он представляет собой выгодную инвестицию.

4.2. Учет и оценка инфляции в финансово-экономических расчетах, связанных с инвестиционной деятельностью

Инфляция с течением времени обесценивает стоимость денежных средств. Это связано с тем, что рост уровня инфляции (индекса средних цен) вызывает соответствующее снижение покупательной способности денег. При расчетах, связанных с корректировкой денежных потоков в процессе инвестирования с учетом инфляции, принято ис-

пользовать два основных понятия — номинальная и реальная сумма денежных средств.

Номинальная сумма денежных средств представляет собой оценку ее величины без учета изменения покупательной способности денег.

Реальная сумма денежных средств — оценка ее величины с учетом изменения покупательной способности денег, вызванного инфляцией. Такая оценка может производиться при определении как настоящей, так и будущей стоимости денежных средств.

В финансово-экономических расчетах, связанных с инвестиционной деятельностью, инфляция оценивается и учитывается в следующих случаях: 1) при формировании ставки процента с учетом инфляции, используемой для наращивания и дисконтирования; 2) при оценке будущей и настоящей стоимости денежных средств с учетом инфляции; 3) при формировании уровня доходов от инвестиций, учитывающих темпы инфляции.

В процессе оценки инфляции используется два основных показателя:

- а) *темпы инфляции* (T_i), характеризующий прирост среднего уровня цен в рассматриваемом периоде (t), выражаемый в десятичной дроби;
- б) *индекс инфляции* (I_i) в рассматриваемом периоде (t), определяемый путем суммирования базового уровня цен на начало периода (принимается за единицу) и темпа инфляции в рассматриваемом периоде, т. е. $I_i = 1 + T_i$.

1. **Формирование реальной ставки процента с учетом инфляции**, используемой для наращивания или дисконтирования стоимости денежных средств, в основе которой для быстрого вычисления лежит *модель Фишера* [39, с. 358], осуществляется по формуле

$$r_p \cong r - T_i, \quad (16)$$

- где r_p — реальная ставка процента;
 \cong — символ «приблизительно равно»;
 r — номинальная ставка процента.

Более точно реальную процентную ставку с учетом инфляции можно рассчитать в виде следующей формулы:

$$r_p = (1 + r)^t (1 + T_i)^{-t}. \quad (17)$$

При определении реальной будущей стоимости денежных средств в процессе ее наращивания по реальной ставке процента мы сталкиваемся с тремя ситуациями:

- а) $r = T_i$. В этой ситуации наращивания реальной стоимости денежных средств не произойдет, так как прирост их будущей стоимости будет поглощаться инфляцией;
- б) $r > T_i$. В этой ситуации реальная будущая стоимость денежных средств будет возрастать, несмотря на инфляцию;
- в) $r < T_i$. В этой ситуации реальная будущая стоимость денежных средств будет снижаться, т. е. процесс инвестирования станет убыточным.

2. Оценка реальной будущей и настоящей стоимости денежных средств с учетом инфляции. Оценка реальной будущей стоимости (FV_p) с учетом инфляции может осуществляться по формуле

$$FV_p = \frac{PV}{I_i}, \quad (18)$$

где PV — первоначальная сумма вклада.

Расчеты, произведенные по этой формуле, позволяют определить реальную будущую стоимость денежных средств, если в процессе ее наращивания в используемой ставке процента не была элиминирована¹² ее инфляционная составляющая.

Если же в процессе наращивания можно выделить и реальную ставку процента, и предполагаемый темп инфляции, то расчет реальной будущей стоимости денежных средств по модели Фишера осуществляется по формуле

$$FV_p = PV(1+r)^t(1+T_i)^{-t} = PV\left(\frac{1+r}{1+T_i}\right)^t. \quad (19)$$

Пример. Необходимо определить реальную будущую стоимость инвестируемых денежных средств при следующих условиях: объем инвестиций (первоначальная их сумма) — 200 усл. ден. ед.; период инвестирования — 2 года; используемая ставка процента с учетом инфляции — 20% в год; ожидаемый темп инфляции в год — 10%. Подставляя эти значения в формулу (19), получим

$$FV_p = 200\left(\frac{1+0,2}{1+0,1}\right)^2 = 238 \text{ усл. ден. ед.}$$

¹² Элиминировать (от лат. — eliminare) — исключать, устранять, удалять.

Оценка реальной настоящей стоимости денежных средств с учетом инфляции (PV_p) осуществляется с помощью метода дисконтирования. Рассмотрим данный способ определения настоящей стоимости на основе предыдущего примера. Исходя из исходных данных, получим:

$$PV_p = \frac{200 \cdot 1}{\left(\frac{1+0,2}{1+0,1}\right)^2} = 168,1 \text{ усл. ден. ед.}$$

3. **Формирование уровня доходов от инвестиций, учитывающих темпы инфляции**, предполагает определение размера так называемой «инфляционной премии» (inflation premium). Размер этой премии, призванной компенсировать потери реальной суммы дохода инвестора от инфляции, рассчитывается по формуле

$$\Pi_i = D_p T_i, \quad (20)$$

где Π_i — сумма инфляционной премии;

D_p — реальный среднерыночный уровень дохода по инвестициям.

Соответственно общая сумма дохода (D_n) по инвестиционному проекту (в номинальном исчислении) составит

$$D_n = D_p + \Pi_i. \quad (21)$$

Зависимость общего дохода премии по инвестиционным проектам от темпа инфляции может быть представлена графически (рис. 6).

Следует отметить, что прогнозирование темпов инфляции представляет собой довольно сложный и трудоемкий вероятностный процесс. Кроме того, темпы инфляции в отдельных периодах в значительной степени подвержены влиянию субъективных факторов, не поддающихся прогнозированию. Поэтому в инвестиционной практике может быть использован и более простой способ учета фактора инфляции.

В этих целях стоимость инвестируемых средств при их последующем наращении или стоимость их возврата (в виде прибыли, амортизационных отчислений и т. п.) при последующем их дисконтировании пересчитывается заранее из национальной валюты в одну из «сильных» свободно конвертируемых иностранных валют, т. е. в наименьшей степени подверженной инфляции. Пересчет осуществляется по курсу Национального банка на момент проведения расчетов. Процесс наращения или дисконтирования стоимости пересчитанных денежных средств

осуществляется затем по чистой ставке процента в соответствующей стране (например, при пересчете в доллары США эта ставка принимается в размере 8–12 % в год). Такой способ оценки настоящей или будущей стоимости денежных средств позволяет вообще исключить из расчетов фактор инфляции внутри страны.

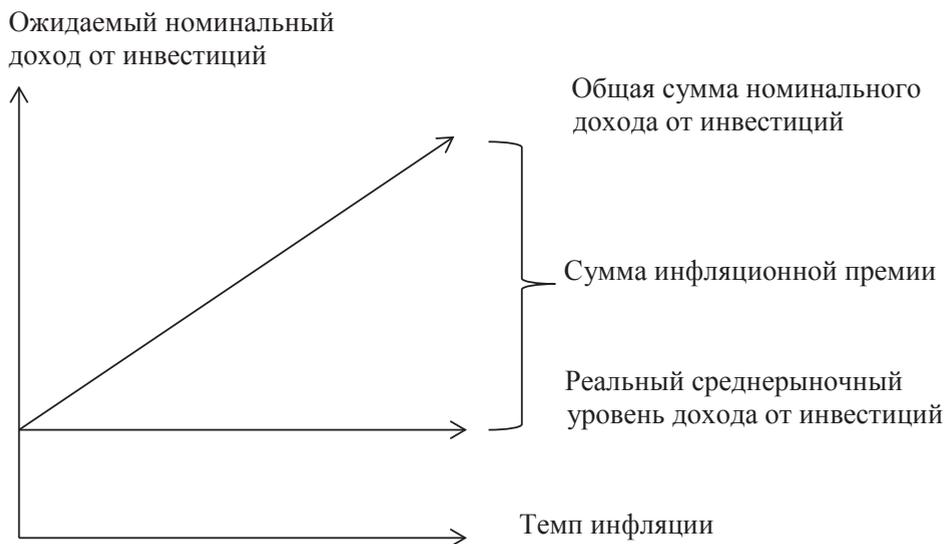


Рис. 6. Зависимость суммы общего дохода и инфляционной премии от темпа инфляции

Для более объективной оценки инвестиционного проекта при расчетах показателей эффективности (чистого дисконтированного дохода, индекса доходности инвестиций, внутренней нормы доходности, срока окупаемости, срока возврата кредита и займов) требуется учитывать динамику:

- общего уровня цен (общую инфляцию);
- цен на производимую продукцию на внутреннем и внешнем рынках (инфляция на сбыт);
- цен на используемые ресурсы и комплектующие по группам, характеризующимся примерно одинаковой скоростью изменения цен;
- прямых издержек (по видам);
- уровня заработной платы по видам категорий работающих (инфляция на заработную плату);
- общих и административных издержек;

- стоимости элементов основных фондов: земли, зданий и сооружений, оборудования;
- затрат на организацию сбыта продукции;
- банковского процента.

При проведении практических расчетов потоки реальных денег необходимо определять в *прогнозных* или *текущих (базисных) ценах*, а показатели интегрального эффекта, чистого дисконтированного дохода, внутренней нормы доходности инвестиций, индекса доходности инвестиций — в *расчетных ценах*, т. е. очищенных от общей инфляции. При этом расчетные цены приводятся к некоторому моменту времени, как правило, к моменту начала реализации инвестиционного проекта.

Приведение цен j -го ресурса к моменту заданных (базисных) цен этого ресурса на конец t -го периода (шага) осуществления инвестиционного проекта производится по формуле

$$\Pi_j^6 = \frac{\Pi_j^t}{\Pi_j^{6-t}}, \quad (22)$$

где Π_j^6 — цена j -го ресурса, приведенная к начальному (базовому) моменту реализации инвестиционного проекта;

Π_j^t — цена j -го ресурса, на t -м шаге реализации инвестиционного проекта;

Π_j^{6-t} — индекс цены на j -й ресурс за период времени от начального (базового) момента до t -го шага реализации инвестиционного проекта.

Можно воспользоваться и способом, применяемым в зарубежной практике, в соответствии с формулой

$$\Pi_{\text{п}} = \Pi_6 \left(\sum_j A_j \cdot \frac{a_j^{\text{п}}}{a_j^6} + B \right), \quad (23)$$

где $\Pi_{\text{п}}$ — прогнозная цена продукции, товара, услуг;

Π_6 — базовая (базисная) цена продукции, товаров, услуг;

A_j — доля j -го ресурса в цене продукции;

B — доля прочих не вошедших в число A_j расходов в цене товара, инфляцию которых можно не учитывать;

$\frac{a_j^{\text{п}}}{a_j^6}$ — прогнозное соотношение роста цена j -го ресурса в приводимом периоде и базовом (базисном).

Точность расчетов по учету инфляции при оценке эффективности повышается с увеличением количества ресурсов, по которым учитывается темп инфляции цен на них, а также с повышением точности прогноза этого темпа.

4.3. Учет фактора неопределенности и риска при оценке экономической эффективности инвестиций

Неопределенность и риск — ситуация возможных потерь активов или инвестиций индивидов, фирм в результате деятельности в неопределенной экономической среде.

Проблема неопределенности и риска в экономической теории долгое время недооценивалась. Так, неоклассики XX в. изучали вопросы размещения ресурсов в рыночной экономике, игнорируя факторы неопределенности и риска, считая их внешними. Отдельные основоположники неоклассической теории рынков и размещения ресурсов с изрядной долей скептицизма относились к любой сфере деятельности, в которой факторы неопределенности и риска играли известную роль, например к рынку ценных бумаг. Они рассматривали биржевую деятельность в качестве своего рода «неизменных удовольствий», аналогичных игре в рулетку или лотерею.

В качестве неизбежного спутника принятия экономических решений неопределенность и риск признаны в экономической теории только с 1940-х гг. после выхода книги Дж. фон Неймана и О. Моргенштейна (США) «Теория игр и экономическое поведение», в которой авторы впервые исследовали проблему максимизации полезности индивида и прибыли фирмы с учетом факторов неопределенности и риска. Согласно теории Неймана — Моргенштейна, индивид выбирает лишь те альтернативы, которые обеспечивают максимальную полезность блага, а фирмы — где выше вероятность извлечения максимальной прибыли от инвестиций.

Большой вклад в исследование проблемы неопределенности и риска внесли американские экономисты, являющиеся лауреатами Нобелевской премии, — К. Эрроу, Г. Марковиц, У. Шарп, Дж. Акерлоф, Ф. Найт и др.

Неопределенность в отличие от риска возникает из-за изменений, которые достаточно трудно предсказать, или событий, вероятность которых невозможно оценить.

В реализации практически любого инвестиционного проекта имеются неопределенность и риск в части достижения желаемого результата. Неопределенность при оценке эффективности инвестиционного проекта как в ходе его разработки, так и реализации обусловлена неполнотой и погрешностями исходных данных об условиях осуществления проектного замысла, в частности, о величине затрат и результатов, возникновения непредвиденных ситуаций в ходе строительства и их последствий, резким изменением конъюнктуры рынка и т. д.

Наиболее существенными видами и причинами неопределенности и риска при оценке эффективности вкладываемых инвестиций в реализацию инвестиционных проектов являются:

- риск, связанный с нестабильностью законодательства и текущей экономической ситуации, условий инвестирования и использования прибыли;
- внешнеэкономический риск, обусловленный возможностью введения различного рода ограничений на торговые операции и поставки, закрытием границ и т. п.;
- неопределенность политической ситуации в стране, риск неблагоприятных социально-политических изменений в стране или регионе;
- неполнота или неточность информации о динамике цен, параметрах техники и технологии и т. д.;
- колебания рыночной конъюнктуры, валютных курсов, условий предоставления кредитов и т. д.;
- производственно-технологический риск (отказы оборудования, аварии, производственный брак и т. п.);
- возможность стихийных бедствий;
- неопределенность целей, интересов и поведения участников;
- неполнота или неточность информации о финансовом положении и деловой репутации предприятий-участников (возможность неплатежей, банкротства, срывов договорных обязательств и др.).

Организационно-экономический механизм реализации инвестиционного замысла проекта должен включать в себя меры, направленные на снижение степени риска. В этих целях предусматриваются дополнительные затраты на создание резервов из запасов, изменение

или совершенствование технологии и т. д. Кроме того, указанный механизм должен предусматривать сценарии изменения правил поведения участников инвестиционного процесса в связи с возможными изменениями условий его осуществления.

Перечисленные выше меры по стабилизации механизма реализации инвестиционного замысла проекта требуют дополнительных затрат от его участников. Эти дополнительные затраты также должны учитываться при расчетах экономической эффективности инвестиций.

Неопределенность условий и риск реализации инвестиционного проекта не являются заданными. В течение реализации проекта происходят непрерывные изменения в условиях хозяйствования, экономическом законодательстве и т. д. Поэтому схема реализации инвестиционного проекта должна предусматривать постоянное отслеживание указанных изменений другой информации об условиях его осуществления, корректировку принятых сроков выполнения соответствующих работ и мероприятий, синхронизацию поведения всех участников проекта.

Для учета факторов неопределенности и риска при оценке эффективности инвестиционного проекта используется вся имеющаяся информация об условиях его реализации, в том числе и не выражающаяся в форме определенных законом распределения и т. д. При этом могут использоваться следующие методы (в порядке возрастания их точности):

- проверка устойчивости инвестиционного проекта;
- корректировка параметров проекта и экономических нормативов;
- формализованное описание неопределенности.

Метод проверки устойчивости предусматривает рассмотрение вариантов реализации осуществления инвестиционных проектов с наиболее критическими неблагоприятными условиями. Проект считается устойчивым, надежным, если во всех вариантах влияние неблагоприятных последствий устранимо за счет создания запасов и резервов или они могут быть возмещены страховыми компаниями.

Степень устойчивости проекта к возможным неблагоприятным изменениям его осуществления может быть охарактеризована показателями предельного уровня объема производства, цен производимой продукции и других параметров проекта. Предельное значение параметра проекта для конкретного года его реализации — это такое зна-

чение данного параметра в том же году, при котором чистая прибыль становится нулевой.

Наиболее распространенным приемом оценки устойчивости проекта является определение «*точки безубыточности*», которая показывает тот минимальный объем продаж, подлежащий выпуску продукции (услуг), при котором выручка от реализации покрывает только издержки производства.

Точка безубыточности (T_B) может быть определена по формуле

$$T_B = \frac{СПос.И}{Ц_{ед} - Пер.И_{ед}}, \quad (24)$$

где $Ц_{ед}$ — цена единицы продукции (работ, услуг);

$СПос.И$ — совокупные условно-постоянные издержки, т. е. условно-постоянные издержки организации в целом;

$Пер.И_{ед}$ — переменные затраты на производство единицы продукции.

Проект считается относительно надежным, если номинальный объем продаж превышает «точку безубыточности».

Оценка неопределенности в реализации инвестиционного проекта может быть осуществлена путем расчетов показателей эффективности при наиболее неблагоприятных условиях реализации, что требует в дальнейшем *корректировки его параметров и используемых нормативов*. При этом учитываются:

- возможное увеличение сроков строительства и выполнения других работ;
- среднее увеличение стоимости строительства вследствие ошибок проектировщиков и непредвиденных затрат;
- запаздывание платежей, неритмичность поставок сырья и материалов, оборудования, комплектующих, штрафы за нарушение договорных обязательств.

Наиболее точным, но и наиболее сложным с технической точки зрения, является *метод формализованного определения неопределенности*. Этот метод включает проведение следующих операций:

- определение всего множества возможных условий реализации инвестиционного проекта и отвечающим этим условиям затрат (включая возможные санкции и затраты, связанные со страхованием и резервированием), результатов и показателей эффективности;

- преобразование исходной информации о факторах неопределенности в информацию о вероятностях отдельных условий реализации и соответствующих показателях эффективности или об интервалах их изменения;
- определение показателей эффективности проекта в целом с учетом неопределенности условий его реализации, т. е. показателей ожидаемой эффективности.

Под основным показателем эффективности при этом понимается ожидаемый интегральный эффект — чистый дисконтированный доход. Если вероятности различных условий реализации инвестиционного проекта известны точно, то ожидаемый эффект — чистый дисконтированный доход рассчитывается по формуле математического ожидания

$$NPV_{\text{ож}} = \sum NPV_i \cdot P_i, \quad (25)$$

где $NPV_{\text{ож}}$ — ожидаемый интегральный эффект проекта;

NPV_i — интегральный эффект при i -м условии реализации;

P_i — вероятность реализации i -го условия.

В общем случае расчет ожидаемого интегрального эффекта рекомендуется производить по формуле

$$NPV_{\text{ож}} = \lambda \cdot NPV_{\text{max}} + (1 - \lambda) \cdot NPV_{\text{min}}, \quad (26)$$

где NPV_{max} , NPV_{min} — соответственно наибольшее и наименьшее из возможных математических ожиданий интегрального эффекта по допустимым вероятностным распределениям;

λ — специальный норматив для учета неопределенности эффекта, отражающий систему предпочтений хозяйствующего субъекта в условиях неопределенности. При определении ожидаемого интегрального экономического эффекта его рекомендуется принимать равным 0,3.

4.4. Понятие и методы оценки инвестиционных рисков

Инвестиционная деятельность во всех ее формах и видах сопряжена с риском, степень которого усиливается в условиях развития рыночных отношений в экономике. Возрастание степени риска в современ-

ных условиях связано с нарастающей неопределенностью и быстрой изменчивостью экономической ситуации в стране в целом и на инвестиционном рынке в частности, предложением для инвестирования приватизируемых объектов, появлением новых элементов и финансовых инструментов для инвестирования и рядом других факторов.

Под **инвестиционным риском** понимается вероятность возникновения непредвиденных финансовых потерь (снижения прибыли, доходов, потери капитала и т. п.) в ситуации неопределенности условий инвестиционной деятельности.

Виды инвестиционных рисков и их классификация довольно многообразны. Рассмотрим одну из видов их классификации по основным признакам, к которым относятся следующие:

1. По **сферам проявления** выделяют следующие виды рисков:

1) **экономический** — риск, связанный с изменением экономических факторов. Так как инвестиционная деятельность осуществляется в экономической сфере, то она в наибольшей степени подвержена экономическому риску;

2) **политический** — это различные виды возникающих административных ограничений инвестиционной деятельности, связанных с изменениями осуществляемого государством политического курса;

3) **социальный** — риск забастовок, незапланированных социальных программ, осуществляемых под воздействием работников инвестируемых предприятий, и другие аналогичные виды рисков;

4) **экологический** — риск от последствий различных экологических катастроф и бедствий (наводнений, пожаров, землетрясений и т. п.), отрицательно сказывающихся на деятельности инвестируемых объектов;

5) **прочие виды** — к ним можно отнести рэкет, хищения имущества, обман со стороны инвестиционных или хозяйственных партнеров и т. д.

2. По **формам инвестирования** принято различать следующие виды рисков:

1) **риск реального инвестирования** — риск, связанный с неудачным выбором месторасположения строящегося объекта, перебоями в поставке строительных материалов и оборудования, существенным ростом цен на инвестиционные товары, выбором неквалифицированного или недобросовестного подрядчика и другими факторами, оказывающими влияние на своевременный ввод в эксплуатацию объекта ин-

вестирования или снижающими доход (прибыль) в процессе его эксплуатации;

2) *риск финансового инвестирования* — этот риск связан с непродуманным подбором финансовых инструментов для инвестирования, финансовыми затруднениями или банкротством отдельных эмитентов, непредвиденными изменениями условий инвестирования, прямым обманом инвесторов и т. д.

3. По *источникам возникновения* выделяют два вида рисков:

1) *систематический* (или *рыночный*) — риск, присутствующий при осуществлении любой хозяйственной операции в рыночной системе для всех участников инвестиционной деятельности и форм инвестирования. Он определяется сменой стадий экономического цикла развития страны или конъюнктурных циклов развития инвестиционного рынка, значительными изменениями налогового законодательства в сфере инвестирования и другими аналогичными факторами, на которые инвестор повлиять при выборе объектов инвестирования не может;

2) *несистематический* (или *специфический*) — этот вид риска присущ конкретному объекту инвестирования или деятельности конкретного инвестора. Он может быть связан с неквалифицированным руководством организацией (компанией, фирмой) — объектом инвестирования, усилением конкуренции в отдельном сегменте инвестиционного рынка, нерациональной структурой инвестируемых средств и другими аналогичными факторами, отрицательные последствия которых в значительной мере можно предотвратить за счет эффективного управления инвестиционным процессом.

Деление инвестиционного риска на систематический и несистематический является важной исходной предпосылкой теории формирования эффективного инвестиционного портфеля, которая будет рассмотрена далее (гл. 7, п. 7.4).

Так как инвестиционный риск характеризует вероятность возникновения непредвиденных финансовых потерь, его уровень при оценке определяется как отклонение ожидаемых доходов от инвестирования от средней или расчетной величины. Поэтому оценка инвестиционных рисков всегда связана с оценкой ожидаемых доходов и вероятности их потерь.

В процессе оценки возможного размера финансовых потерь от осуществления инвестиционной деятельности используются абсолютные и относительные их показатели. *Абсолютный размер финансовых по-*

ть, связанных с инвестиционным риском, представляет собой сумму убытка (ущерба), причиненного инвестору (или потенциально возможного) в связи с наступлением неблагоприятного обстоятельства, характерного для данного риска. *Относительная величина финансовых потерь*, связанных с инвестиционным риском, представляет собой отношение суммы убытка (ущерба) к базовому показателю (например, к сумме ожидаемого дохода от инвестиций, к сумме инвестируемого капитала и т. д.).

Инвестиционные риски оцениваются по каждому инвестиционному проекту, финансовому инструменту. Они измеряются различными методами, путем расчета:

- среднеквадратического отклонения;
- коэффициента вариации;
- β -коэффициента;
- экспертным методом.

Среднеквадратическое отклонение является наиболее распространенным показателем оценки уровня инвестиционных рисков. Расчет этого показателя позволяет учесть колеблемость ожидаемых доходов от разных инвестиций. Рассмотрим механизм оценки инвестиционных рисков на основе определения среднеквадратического отклонения (табл. 5).

Таблица 5

Распределение вероятности ожидаемых доходов по двум инвестиционным проектам

Возможные значения конъюнктуры инвестиционного рынка	Инвестиционный проект А			Инвестиционный проект Б		
	Расчетный доход, млн руб.	Значение вероятности	Сумма ожидаемых доходов, млн руб.	Расчетный доход, млн руб.	Значение вероятности	Сумма ожидаемых доходов, млн руб.
Высокая	600	0,25	150	800	0,20	160
Средняя	500	0,50	250	450	0,60	270
Низкая	200	0,25	50	100	0,20	20
В целом	—	1,0	450	—	1,0	450

Сравнивая данные по отдельным инвестиционным проектам, можно увидеть, что расчетные величины доходов по проекту А колеблются в пределах от 200 до 600 млн р. при сумме ожидаемых доходов в целом 450 млн р. По проекту Б сумма ожидаемых доходов в целом также составляет 450 млн р., однако их колеблемость осуществляется в диа-

пазоне от 100 до 800 млн р. Несмотря на такое простое сопоставление, оно позволяет сделать вывод о том, что риск реализации инвестиционного проекта А значительно меньше, чем проекта Б, где колеблемость расчетного дохода выше.

Численное значение этой колеблемости характеризует показатель среднеквадратического отклонения (σ), рассчитываемый по формуле

$$\sigma = V_i \sqrt{\sum_{t=1}^n (\varepsilon - \varepsilon_R)^2 V_i}, \quad (27)$$

где t — количество периодов;

n — количество наблюдений;

ε — расчетный доход по проекту при разных значениях конъюнктуры;

ε_R — средний ожидаемый доход по проекту;

V_i — значение вероятности, соответствующее расчетному доходу.

Расчет этого показателя по рассмотренным данным в предыдущем примере приведен в табл. 6.

Таблица 6

Расчет среднеквадратического отклонения по двум инвестиционным проектам

Варианты проектов	Возможные значения конъюнктуры инвестиционного рынка	ε	ε_R	$[\varepsilon - \varepsilon_R]$	$[\varepsilon - \varepsilon_R]^2$	V_i	$[\varepsilon - \varepsilon_R]^2 V_i$	$\sqrt{[\varepsilon - \varepsilon_R]^2 V_i}$
Проект А	Высокая	600	450	+150	22500	0,25	5625	—
	Средняя	500	450	+50	2500	0,50	1250	—
	Низкая	200	450	-250	62500	0,25	15625	—
В целом		—	450	—	—	1,00	22500	150
Проект Б	Высокая	800	450	+350	122500	0,20	24500	—
	Средняя	450	450	0	0	0,60	0	—
	Низкая	100	450	-350	122500	0,20	24500	—
В целом		—	450	—	—	1,00	49000	221

Результаты расчета показывают, что среднеквадратическое отклонение по инвестиционному проекту А составляет 150, в то время как по инвестиционному проекту Б — 221, что свидетельствует о большем уровне его риска.

Рассчитываемые показатели среднеквадратического отклонения по рассматриваемым инвестиционным проектам могут быть интерпретированы графически (рис. 7).

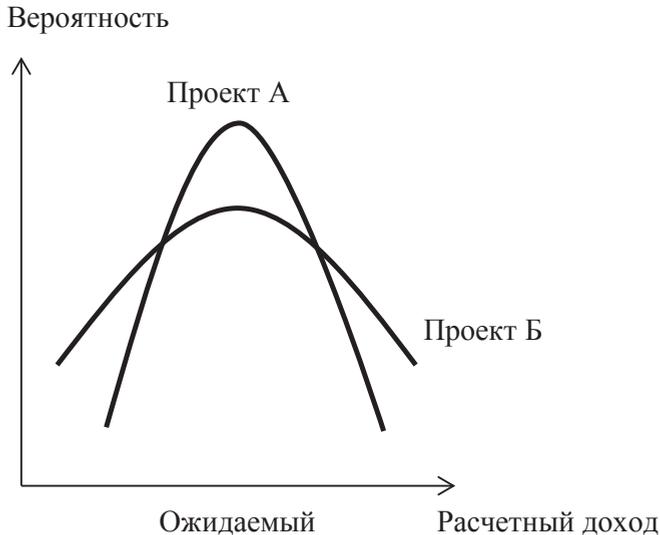


Рис. 7. Распределение вероятности ожидаемого (расчетного) дохода по двум инвестиционным проектам

Из графика видно, что, хотя распределение вероятностей проектов А и Б имеет одинаковую величину расчетного дохода, в проекте А кривая распределения уже, и это свидетельствует о меньшей колеблемости вариантов расчетного дохода относительно ожидаемой его величины (ε_R), следовательно, и о меньшем уровне риска этого проекта.

Коэффициент вариации позволяет определить уровень риска, если показатели средних ожидаемых доходов отличаются между собой (в предыдущем примере они были одинаковыми — 450 млн р.). Расчет коэффициента вариации (CV) осуществляется по формуле

$$CV = \frac{\sigma}{\varepsilon_R}. \quad (28)$$

Для иллюстрации механизма оценки риска на основе коэффициента вариации данные предыдущего расчета дополним аналогичными показателями по проекту В (табл. 7).

Результаты расчета показывают, что наименьшее значение коэффициента вариации — по проекту А, а наибольшее — по проекту В. Та-

ким образом, хотя ожидаемый доход по проекту В на 33 % выше, чем по проекту А $\left(\frac{600 - 450}{450}100\right)$, уровень риска по нему, определяемый коэффициентом вариации, выше на 61 % $\left(\frac{0,53 - 0,33}{0,33}100\right)$.

Таблица 7

Расчет коэффициента вариации по трем инвестиционным проектам

Варианты проектов	Среднеквадратическое отклонение (σ), млн руб.	Средний ожидаемый доход по проекту (ε_R), млн руб.	Коэффициент вариации (CV)
Проект А	150	450	0,33
Проект Б	221	450	0,49
Проект В	318	600	0,53

Следовательно, при сравнении уровней рисков по отдельным инвестиционным проектам предпочтение следует отдавать тому из них, по которому значение коэффициентов вариации самое низкое (что свидетельствует о наилучшем соотношении риска и дохода).

β -коэффициент (бета-коэффициент или бета) позволяет оценить риск индивидуального инвестиционного проекта по отношению к уровню риска инвестиционного рынка в целом. Этот показатель используется в основном для анализа рискованности вложений в отдельные ценные бумаги (в сравнении с систематическим риском всего фондового рынка). Расчет этого показателя осуществляется по формуле

$$\beta = \frac{r\sigma_{\Pi}}{\sigma_{\Phi}}, \quad (29)$$

где r — корреляция между доходом от индивидуального вида ценных бумаг и средним уровнем доходности фондовых инструментов в целом;

σ_{Φ} — среднеквадратическое отклонение доходности по фондовому рынку в целом;

σ_{Π} — среднеквадратическое отклонение доходности по индивидуальному виду ценных бумаг.

Уровень риска отдельных ценных бумаг определяется на основе следующих значений β -коэффициента:

Значение β -коэффициента	Уровень риска ценной бумаги
$\beta = 1$	Средний
$\beta > 1$	Высокий
$\beta < 1$	Низкий

Таким образом, вместе с ростом значения β -коэффициента возрастает и уровень систематического риска инвестиций.

Экспертный метод оценки рисков осуществляется в том случае, если у инвестора отсутствуют необходимые информативные или статистические данные для расчетов вышеизложенных показателей или если намечаемый инвестиционный проект не имеет аналогов. Этот метод базируется на опросе квалифицированных специалистов (инвестиционных, страховых, финансовых менеджеров) и соответствующей математической обработке результатов этого опроса. В целях получения более развернутой характеристики уровня инвестиционного риска по проекту опрос следует ориентировать на отдельные виды рисков, характерные для данного инвестиционного проекта.

Результаты оценки рисков по отдельным инвестиционным проектам позволяют количественно оценить их уровни. В этих целях используются следующие критерии оценки:

1. *Безрисковые инвестиции.* В зарубежной практике к таким инвестициям относят, как правило, краткосрочные государственные облигации. В условиях российского инвестиционного рынка аналогичные фондовые инструменты могут считаться безрисковыми с большой долей условности. При эмиссии таких фондовых инструментов их скорее можно будет назвать объектами инвестирования с наименьшим уровнем риска, т. е. принять за минимальную точку отсчета риска инвестиций.

2. *Инвестиции с уровнем допустимого риска.* Критерием уровня допустимого риска выступает возможность потери всей суммы расчетной чистой прибыли по рассматриваемому инвестиционному проекту.

3. *Инвестиции с уровнем критического риска.* В этом случае критерием уровня риска выступает возможность потери не только прибыли, но и всей суммы расчетного валового дохода по рассматриваемому инвестиционному проекту.

4. *Инвестиции с уровнем катастрофического риска.* Критерием такого уровня риска выступает возможность потери всех активов инвестора в результате банкротства.

С оценкой рисков связан еще один аспект инвестиционного менеджмента. Так как инвестор не может постоянно подбирать безрисковые инвестиционные проекты (а в нашей действительности такие проекты практически отсутствуют), возникает вопрос: как должен быть компенсирован тот или иной уровень риска? Ответ на этот вопрос дает расчет так называемой «премии за риск» (risk premium), которая представляет собой дополнительный доход, требуемый инвестором сверх того уровня, который могут принести безрисковые инвестиции. Этот дополнительный доход должен возрастать пропорционально уровню риска по инвестиционному проекту. При этом следует иметь в виду, что «премия за риск» должна возрастать пропорционально росту не общего уровня риска по проекту, а только риска рыночного или систематического, который определяется с помощью β -коэффициента, так как риск несистематический связан в основном с действием субъективных факторов. Основу такой зависимости составляет так называемая «линия надежности рынка». Графически эта зависимость представлена на рис. 8.

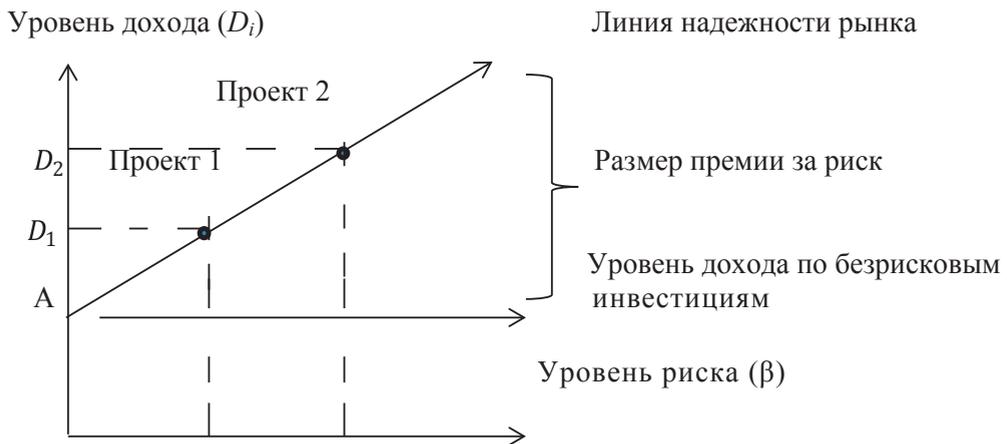


Рис. 8. Линия надежности инвестиционного рынка, определяющая размер премии за риск (дополнительного дохода) в зависимости от его уровня

Общий доход по инвестиционному проекту с учетом уровня его систематического риска может быть рассчитан по формуле¹³

¹³ В специальной литературе это формула ценовой модели капитальных активов (capital asset pricing model — CAPM), определяющая взаимосвязь между уровнем риска и необходимой нормой дохода.

$$D_i = A + (R - A) \beta, \quad (30)$$

где D_i — общий уровень дохода по инвестиционному проекту с учетом уровня его систематического риска;

A — уровень дохода по безрисковым инвестициям;

R — средний уровень дохода на инвестиционном рынке;

β — бета-коэффициент, характеризующий уровень систематического риска по инвестиционному проекту.

Сопоставление расчетных значений уровня риска и уровня ожидаемого дохода по инвестиционному проекту позволяет определить насколько компенсируется инвестиционный риск.

4.5. Оценка ликвидности инвестиций: понятие, классификация и методы оценки

Оценка ликвидности различных форм и видов инвестиций производится в результате изменения стратегии и тактики инвестиционной деятельности, реинвестирования средств в более выгодные материальные и нематериальные активы, «выхода» из неэффективных инвестиционных программ и проектов.

Ликвидность инвестиций представляет собой их потенциальную способность в короткое время и без существенных финансовых потерь трансформироваться в денежные средства. Как видно из данного определения, при оценке степени ликвидности тех или иных форм инвестиций используются *два основных критерия*: время трансформации инвестиций в денежные средства и размер финансовых потерь инвестора, связанных с ней.

Оценка ликвидности инвестиций по времени обычно измеряется количеством дней, необходимых для реализации на рынке того или иного объекта инвестирования. По этому показателю спектр ликвидности различных объектов инвестирования довольно обширен (рис. 9). На одном конце этого спектра находятся инвестиции в депозитные вклады до востребования, которые могут быть превращены в денежные средства, готовые к реинвестированию, в течение одного дня. На другом конце этого спектра находятся инвестиции в недвижимость, на реализацию которой уходит, как правило, несколько месяцев.

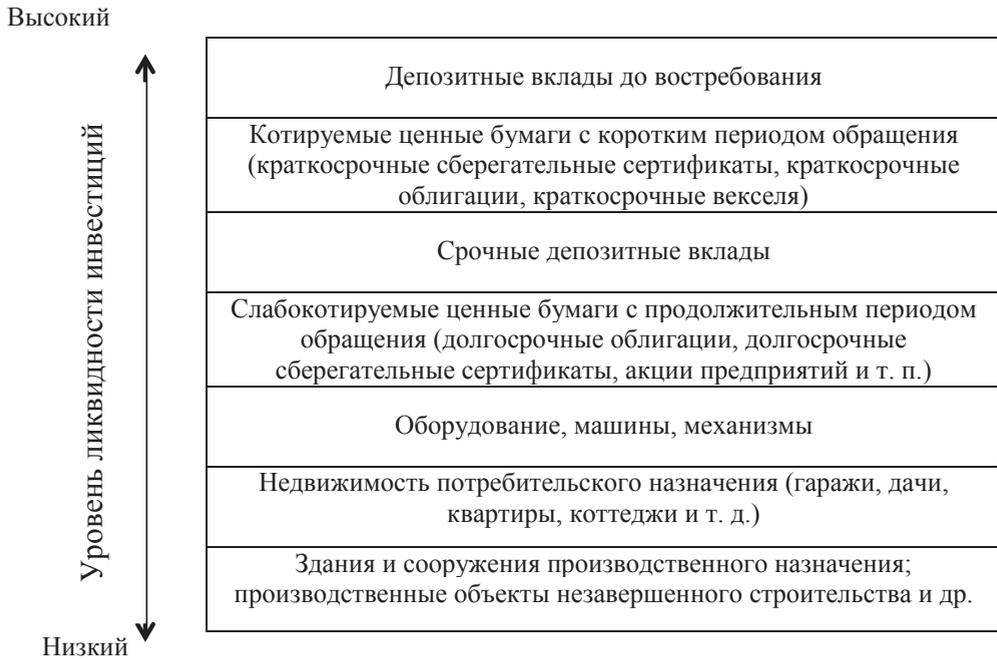


Рис. 9. Спектр ликвидности отдельных видов инвестиций во времени

В инвестиционной практике по критерию затрат времени на реализацию ликвидность отдельных объектов инвестирования принято классифицировать следующим образом:

- 1) *срочноликвидные объекты инвестирования* — это объекты, которые могут быть трансформированы в денежную форму в течение 7 дней;
- 2) *высоколиквидные объекты инвестирования* — период трансформации таких объектов в денежные средства (возможный срок реализации) составляет от 8 до 30 дней;
- 3) *среднеликвидные объекты инвестирования* — это такие объекты, которые могут быть реализованы в срок от одного до трех месяцев;
- 4) *слаболиквидные объекты инвестирования* — возможный срок реализации таких объектов инвестирования составляет свыше трех месяцев.

В отдельных случаях инвестору необходимо оценить ликвидность во времени отдельных активов организации (компании, фирмы), в которые вложены средства. Оценка ликвидности активов действующей организации (компании, фирмы) несколько отличается от оценки лик-

видности инвестиций. Такая оценка производится по данным последнего отчетного бухгалтерского баланса на основе следующей группировки активов организации, компании или фирмы (табл. 8).

Таблица 8

**Группировка отдельных видов активов организации (компании, фирмы)
по уровню ликвидности**

Наименование группы	Виды активов
I. Быстрореализуемые активы	Денежные средства в кассе и на расчетном счете, краткосрочные финансовые вложения
II. Среднереализуемые активы	Дебиторская задолженность по текущим хозяйственным операциям
III. Медленно реализуемые активы	Запасы товарно-материальных ценностей, незавершенное производство, расходы будущих периодов
IV. Труднореализуемые активы	Основные средства, нематериальные активы, незавершенные капитальные вложения, долгосрочные финансовые вложения

Оценка ликвидности инвестиций по времени реализации может быть произведена не только по отдельным объектам инвестирования, но и по всему инвестиционному портфелю. В этих целях рассчитываются следующие показатели:

- 1) *доля срочнеликвидных инвестиций в общем их объеме (d_c)*. Расчет производится по формуле

$$d_c = \frac{I_c \cdot 100}{I}, \quad (31)$$

где I_c — суммарная оценка стоимости срочнеликвидных объектов инвестирования;

I — общий объем инвестиций;

- 2) *доля слаболиквидных инвестиций в общем объеме ($d_{сл}$)*. Расчет осуществляется по формуле

$$d_{сл} = \frac{I_{сл} \cdot 100}{I}, \quad (32)$$

где $I_{сл}$ — суммарная оценка стоимости слаболиквидных объектов инвестирования;

- 3) *коэффициент соотношения быстрореализуемых и труднореализуемых активов (K_c)*. Он определяется по формуле

$$K_c = \frac{I_c + I_v}{I_{cp} + I_{cl}}, \quad (33)$$

где I_v — суммарная оценка высоколиквидных активов;

I_{cp} — суммарная оценка среднеликвидных активов.

Чем выше значение этого коэффициента, тем более ликвидным считается инвестиционный портфель.

Оценка ликвидности инвестиций по уровню финансовых потерь производится на основе анализа отдельных видов финансовых потерь и затрат. *К финансовым потерям*, вызванным трансформацией объекта инвестирования в денежные средства, можно отнести частичную потерю первоначальных вложений капитала в связи с реализацией объекта незавершенного строительства, продажей отдельных ценных бумаг в период низкой их котировки и т. д. *К финансовым затратам*, связанным с ликвидностью инвестиций, могут быть отнесены суммы уплачиваемых при реализации объектов инвестирования налогов и пошлин, комиссионного вознаграждения посредникам и т. д.

Оценка ликвидности инвестиций по уровню финансовых потерь осуществляется путем соотнесения суммы этих потерь (и затрат) и суммы инвестиций. Финансовые потери в процессе трансформации объектов инвестирования в денежные средства можно считать *низкими*, если их уровень к объему инвестиций в объект не превышает 5%; *средними*, если этот показатель колеблется в пределах 6–10%; *высокими*, если он составляет 11–20%; и *очень высокими*, если этот уровень превышает 20%.

Следует отметить, что показатели ликвидности инвестиций по времени и уровню финансовых потерь находятся между собой в обратной связи (рис. 10).

Экономическое содержание этой связи заключается в том, что, если инвестор соглашается на больший уровень финансовых потерь при реализации объекта инвестиций, то быстрее сможет его реализовать и наоборот. Наличие такой связи позволяет инвестору не только оценивать уровень ликвидности объектов инвестиций, но и управлять процессом их трансформации в денежные средства, варьируя показатель уровня финансовых потерь.

Экономическое поведение инвестора направлено на подбор высоколиквидных объектов инвестирования при прочих равных условиях, так как это обеспечивает ему большую возможность для маневра в процессе управления инвестиционным портфелем. Для того чтобы

инвестор был заинтересован в выборе среднеликвидных и слаболиквидных объектов инвестирования, он должен получить определенные стимулы в виде дополнительного инвестиционного дохода.

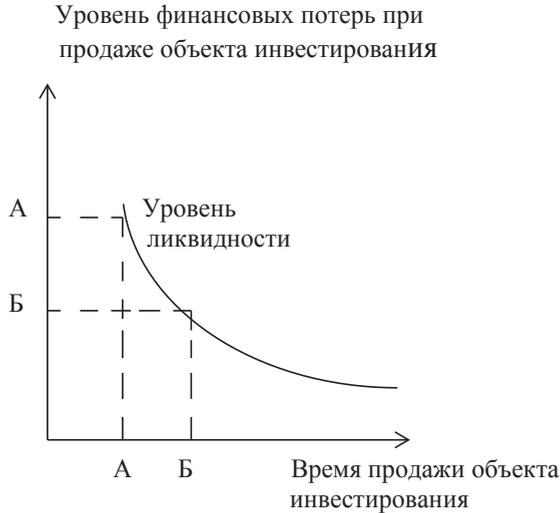


Рис. 10. Характер зависимости между временем продажи объекта инвестирования и уровнем финансовых потерь

Чем ниже ликвидность объекта инвестиций, тем выше должен быть размер инвестиционного дохода или *премии за ликвидность* (liquidity premium). Графически эта зависимость представлена на рис. 11.

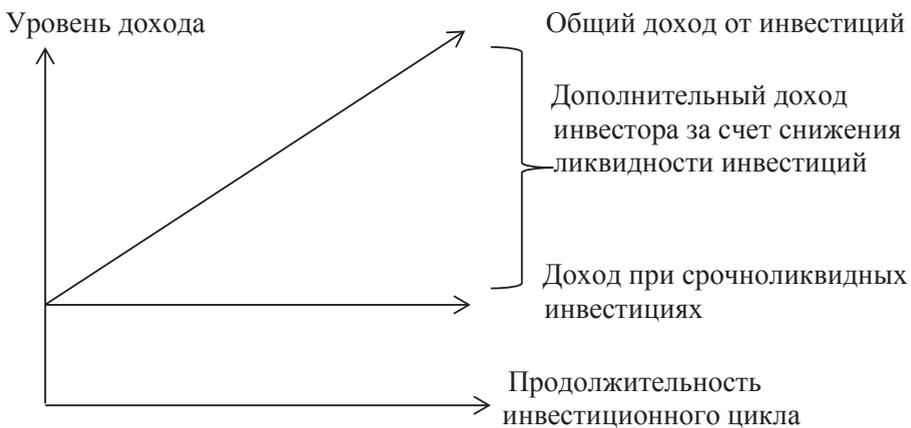


Рис. 11. Зависимость общего и дополнительного доходов по инвестициям от снижения уровня их ликвидности

Зависимость между уровнем ликвидности и размером инвестиционного дохода (или премии за ликвидность) может быть проиллюстрирована на примере депозитных вкладов. Наименьшая депозитная ставка процента установлена по вкладам до востребования, которые могут быть изъяты инвестором в любой момент. При срочных вкладах на срок от 3 до 6 месяцев депозитная ставка процента увеличивается, а при вкладах на срок более года она достигает максимальных размеров для этого вида инвестиций.

Контрольные вопросы и задания

1. Чем обусловлена необходимость оценки денег во времени при определении эффективности инвестиционных проектов?
2. Расскажите о простом и сложном процентах. Что собой представляет настоящая и будущая стоимость денежных средств?
3. Что такое аннуитет? Назовите его виды.
4. Определите, какую сумму надо инвестировать сегодня, чтобы через два года получить 100 тыс. руб., если вложения обеспечат 20 % годовых.
5. Рассчитайте, стоит ли инвестору купить акцию за 1 тыс. р., стоимость которой, по оценкам, удвоится через три года, если он может вложить деньги в иные проекты, обеспечивающие 10 % годовых.
6. В каких случаях оценивается и учитывается инфляция в финансово-экономических расчетах, связанных с инвестиционной деятельностью и какие показатели используются для ее оценки?
7. Как производится корректировка наращенной стоимости денежных средств с учетом инфляции? Поясните на примере.
8. Как осуществляется формирование реальной ставки процента с учетом инфляции? Поясните на примере.
9. Расскажите о формировании уровня дохода от вкладываемых инвестиций, учитывающих темпы инфляции.
10. Поясните фактор неопределенности и риска при оценке эффективности инвестиций. Что он собой представляет?
11. Как определить доходность акций при неопределенности величины будущих дивидендных выплат?

12. Что понимается под инвестиционным риском? Приведите классификацию инвестиционных рисков по основным признакам.
13. Назовите методы оценки инвестиционных рисков и поясните их.
14. По данным табл. 6 оцените риски по двум сравниваемым инвестиционным проектам методом расчета среднеквадратического отклонения. Определите менее рискованное вложение средств.
15. Что собой представляет ликвидность инвестиций? Какие методы используются для оценки степени ликвидности инвестиций?
16. Как классифицируется и оценивается ликвидность отдельных объектов инвестирования по времени?
17. Расскажите об оценке ликвидности инвестиций по уровню финансовых потерь.

Глава 5

Инвестиционные проекты и методы оценки их эффективности

5.1. Инвестиционный проект: понятие, виды, этапы его создания и реализации

Инвестиционный проект (ИП) — это система организационно-правовых и расчетно-финансовых документов, необходимых для осуществления каких-либо действий, связанных с размещением или использованием капитала в различных сферах экономики с целью его увеличения, или описывающих такие действия. Инвестиционный проект завершается при достижении заданной нормы доходности или иного показателя, отражающего цели вкладываемых инвестиций. Инвестиционные проекты могут быть объединены в программы.

Инвестиционная программа — совокупность инвестиционных проектов или предложений с определенной целевой направленностью. В зависимости от масштаба она может иметь государственный, региональный или отраслевой характер. Относительно предприятий инвестиционные программы разрабатываются только в соответствии с планом их приватизации для представления на инвестиционный конкурс.

Виды ИП многообразны и *классифицируются* по разным основаниям.

1. *По масштабу инвестиций* выделяют: мелкие, средние (традиционные), крупные, мегапроекты.

В зарубежных странах с развитой рыночной экономикой под мелкими проектами понимают проекты, имеющие стоимость менее 300 тыс. долл., под средними (традиционными) — от 300 тыс. долл.

до 2 млн долл., крупными — более 2 млн долл., мегапроектами считаются проекты стоимостью 1 млрд долл. и более. *Мегапроекты* представляют собой государственные или международные целевые программы, которые объединяют ряд ИП единого целевого назначения. В отечественной практике при выделении централизованных инвестиционных ресурсов крупными проектами считают проекты стоимостью более 50 млн долл.

2. *По поставленным целям* различают: ориентированные на снижение издержек, рисков производства и сбыта, получение социального и/или экологического эффектов, дохода от расширения, выход на новые рынки сбыта, диверсификацию деятельности.

3. *По степени взаимосвязи* выделяют: независимые (могут оцениваться автономно, принятие или отклонение одного из проектов не влияет на решение в отношении другого), альтернативные проекты являются конкурирующими, их оценка может происходить одновременно, но осуществляться может только один из них из-за ограниченности инвестиционных ресурсов или иных причин и взаимосвязанные проекты (они оцениваются одновременно, при этом принятие одного проекта невозможно без принятия другого).

4. *По степени риска*, как правило, делятся на рисковые и безрисковые проекты.

5. *По срокам реализации* проекты могут быть краткосрочные (к ним относятся проекты со сроком реализации до двух лет) и долгосрочные (со сроком реализации свыше двух лет).

Основываясь на обобщении источников литературы по ИП, можно отметить, что под *жизненным циклом проекта* понимается период времени, в течение которого реализуются поставленные в нем цели и задачи, включающий ряд элементов, объединенных в три фазы, состоящих из восьми основных этапов, (подробно были рассмотрены в п. 1.4 гл. 1 настоящего учебного пособия).

1. *Прединвестиционная фаза*, в которую входят следующие этапы:

- 1) формирование инвестиционного замысла (идей);
- 2) исследование инвестиционных возможностей;
- 3) технико-экономическое обоснование (ТЭО) проекта.

2. *Инвестиционная фаза*, включающая следующие этапы:

- 4) приобретение или аренда и отвод земельного участка;
- 5) подготовка контрактной документации;
- 6) подготовка проектной документации;

7) осуществление строительно-монтажных работ, включая пуско-наладочные.

3. *Эксплуатационная фаза:*

8) эксплуатация объекта, мониторинг экономических показателей.

Одними из важнейших составляющих процесса разработки и осуществления ИП являются: проведение маркетинговых исследований рынка; определение возможностей сбыта намечаемой к производству продукции и цены ее реализации; проведение расчетов экономической эффективности инвестиций. Инвестиции организации могут охватывать как полный научно-технический и производственный цикл создания продукции (ресурса, услуги), так и его элемент (стадии): научные исследования, проектно-конструкторские работы, расширение и реконструкция действующего производства, организация выпуска новой продукции.

5.2. Бизнес-план и его роль в финансовом обосновании инвестиционного проекта

Бизнес-план в переводе с английского языка означает план предпринимательской деятельности. В российской практике он получил распространение с начала 1990-х годов, когда переход к рыночному механизму инвестирования потребовал изменения принципов финансирования капитальных вложений (реальных инвестиций). Развитие новой модели инвестиционного планирования было вызвано, во-первых, сокращением государственных инвестиций, которые обусловили необходимость поиска альтернативных источников финансирования на возвратной основе и, во-вторых, обеспечением соответствия разрабатываемых проектов международным нормам. Условия нарождающегося рынка диктуют необходимость использования общепринятой в других странах практики продвижения предпринимательских проектов для инвестирования.

Для разработки бизнес-плана и проведения технико-экономического обоснования проектов используются методики или методические пособия, выбор которых для инициаторов проекта сейчас достаточно широк. Имеются различные типовые иностранные методики, среди

них наибольшую известность получила методика Организации Объединенных Наций по промышленному развитию (ЮНИДО) «Комфар», а также методики Международного Банка Реконструкции и Развития (МБРР), Европейского Банка Реконструкции и Развития (ЕБРР). С учетом основных принципов, лежащих в основе разработки бизнес-планов в мировой практике, подготовлен ряд отечественных методик. Среди них методика Комитета Российской Федерации по машиностроению, АО «Информприбор», Московского комитета архитектуры, Московского Комитета по науке и технологиям, методики с использованием специальных компьютерных программ («Project Expert» фирмы «Про-Инвест Консалтинг», «Альт-Инвест» и др.). Один из наиболее удобных и эффективных в работе продуктов является «Project Expert», который в настоящее время получил широкое распространение, являясь базовой программой такого типа в системе отбора, экспертизы и доработки бизнес-планов ИП. Различия этих методик состоят в степени детализации.

Выбор методики для разработки бизнес-плана, глубина и временной горизонт его проработки, вариантность закладываемых в него решений, объем, наличие прилагаемых документов и справок зависят от различных факторов. Среди них можно отметить величину предполагаемых инвестиций по конкретному проекту и специфику потенциального инвестора (его интересы, специализацию, психологию, опыт инвестирования, национальную принадлежность). Решение инвестора о выделении финансирования зависит от того, какая фирма или предприятие претендуют на получение инвестиций: размер уставного капитала, опыт работы в рассматриваемой области, начальная стадия реализации проекта (имеются ли заделы по реализации проекта), финансовое положение заявителя, наличие квалифицированного штата реализаторов проекта, наличие залогов и гарантий возврата кредитов. Бизнес-план может разрабатываться самими инициаторами проекта или специалистами, привлеченными извне, при этом фирма-заказчик готовит и предоставляет необходимые исходные данные.

Обобщая вышесказанное, можно сделать вывод, что *бизнес-план* представляет собой комплексный документ, наиболее полно отражающий основные характеристики ИП, системно и детально обосновывающий инвестиционное предложение. Бизнес-план должен убедительно доказать эффективность принятия инвестиционного решения для его потенциальных участников, заинтересованных лиц и органи-

заций, местной администрации, экспертов и т. д. В настоящее время определилась единая структура бизнес-плана ИП, которая включает:

- резюме, в котором указываются суть и эффективность проекта, обеспечение и механизм реализации, источники финансирования, возврат займа и гарантии;
- характеристику предприятия и отрасли, описывающую текущее состояние, организационную структуру, учредителей, персонал, достижения предприятия, место на рынке, основных клиентов и партнеров;
- характеристику продукции (услуг), описывающую назначение и область применения, краткое описание и технические характеристики, указывающую конкурентоспособность, патентоспособность и авторские права, наличие и необходимость лицензии, сертификата качества, обеспечение требований экологичности и безопасности, условия поставки и упаковки, эксплуатации, гарантии и сервиса, утилизации после эксплуатации;
- план маркетинга и сбыта продукции (услуг), здесь рассматриваются требования потребителей к продукции (услуге), конкуренция, рынок сбыта продукции (услуги), система и каналы сбыта, стратегия продвижения на рынок и ценовая политика;
- производственный план, в котором указывается месторасположение и земля, технология, качество и сертификация производства, циклограмма производства и реализации продукции (услуг), имеющиеся необходимые производственные площади и помещения, оборудование и инструмент, комплектующие и материалы, кадровое обеспечение, транспорт и связь, энергетическое и инженерное обеспечение, экологичность и безопасность производства;
- организационный план (управление реализацией инвестиционного проекта), в котором показываются команда управления проектом и ведущие специалисты, правовое обеспечение, партнеры по реализации проекта, имеющиеся или возможные поддержка и льготы, организационная структура и график реализации проекта;
- финансовый план, где даются нормативы для финансово-экономических расчетов, приводятся прямые (переменные) и постоянные затраты на производство продукции (услуг), калькуляция себестоимости продукции (услуг), потребность в оборотных сред-

ствах, смета расходов на реализацию проекта, потребность и источники финансирования инвестиций, рассчитывается таблица доходов и расходов, точка безубыточности по инвестиционному проекту, поток реальных денег (поток наличности), прогнозный баланс;

- направленность и эффективность проекта, в этом разделе указываются направленность и значимость проекта, показатели эффективности его реализации;
- риски и гарантии — показываются предпринимательские риски и форс-мажорные обстоятельства, дается оценка рисков и способы их страхования, приводятся гарантии возврата средств партнерам и инвесторам;
- приложения к бизнес-плану, которые включают документы, подтверждающие или дополняющие информацию, содержащуюся в бизнес-плане.

Наиболее важным разделом бизнес-плана является *финансовый план*. Финансовое обоснование проекта выступает критерием принятия инвестиционного решения. Поэтому разработка финансового плана должна вестись самым тщательным образом.

Расчет потребности в инвестициях осуществляется на основе моделирования потока инвестиций, связанных с созданием новых производственных мощностей (модернизацией производства, его реконструкцией или техническим перевооружением) и вводом объекта в эксплуатацию. Здесь также отражаются необходимый объем инвестиций в оборотные активы и создание резервных фондов.

При обосновании плана доходов и расходов, связанных с эксплуатацией ИП, приводятся расчеты основных показателей хозяйственной деятельности по проекту: валовый доход, объем и состав текущих затрат, валовая и чистая прибыль, денежный поток, определяемый как сумма амортизации и чистой прибыли.

Точка безубыточности (break-even point) определяет границы убыточности и прибыльности ИП. Она показывает, при каком объеме продаж достигается окупаемость затрат. Безубыточность будет достигнута при таком объеме чистого дохода, который равен общей сумме текущих постоянных и переменных затрат.

Чистый доход от реализации рассчитывается путем вычета из валового дохода налога на добавленную стоимость (НДС) и акцизных сборов. Постоянные текущие расходы — это затраты, которые не из-

меняются при изменении объемов производства или продаж (к ним относятся расходы по содержанию и аренде основных фондов, амортизация, расходы на рекламу и др.). Переменные текущие расходы включают затраты на сырье и материалы, транспортные расходы и др., сумма которых изменяется пропорционально изменению объемов производства или продаж.

Определение точки безубыточности осуществляется по формуле (24).

Обоснование стратегии финансирования ИП предполагает определение источников инвестиционных ресурсов и их структуры. В качестве основных способов финансирования ИП могут рассматриваться:

- самофинансирование, т. е. осуществление инвестирования только за счет собственных средств;
- привлечение акционерного и паевого капитала;
- лизинг;
- смешанное финансирование на основе различных комбинаций рассмотренных способов.

Выбор способов финансирования должен быть ориентирован на оптимизацию структуры источников формирования инвестиционных ресурсов. При этом следует учитывать достоинства и недостатки каждой группы источников финансирования инвестиций (табл. 9).

Оформление инвестиционного проекта в соответствии с рассмотренными методиками позволяет оценить его финансовую приемлемость и эффективность. Финансовым результатом инвестиционного проекта является прибыль (доход), материально-вещественным результатом — новые или реконструируемые основные фонды (комплексы объектов) или приобретение и использование финансовых инструментов или нематериальных активов с последующим получением дохода.

Таблица 9

Сравнительная характеристика источников финансирования инвестиционных проектов

Источники финансирования	Достоинства	Недостатки
Внутренние источники (собственные средства)	Легкость, доступность и быстрота мобилизации. Снижение риска неплатежеспособности и банкротства. Более высокая прибыльность	Ограниченность объемов привлечения средств. Отвлечение собственных средств из хозяйственного оборота

Окончание табл. 9

Источники финансирования	Достоинства	Недостатки
Внутренние источники (собственные средства)	вследствие отсутствия дивидендных или процентных выплат. Сохранение собственности и управления учредителей	Ограниченность независимого контроля за эффективностью использования инвестиционных ресурсов
Внешние источники (привлеченные и заемные средства)	Возможность привлечения средств в значительных масштабах. Наличие независимого контроля за эффективностью использования инвестиционных ресурсов	Сложность и длительность процедуры привлечения средств. Необходимость предоставления гарантий платежеспособности. Повышение риска неплатежеспособности и банкротства. Уменьшение прибыли в связи с необходимостью дивидендных или процентных выплат. Возможность утраты собственности и управления компанией (при акционировании)

5.3. Понятие и оценка эффективности инвестиционных проектов

Эффективность инвестиционного проекта — категория, отражающая соответствие проекта целям и интересам его участников.

Определение эффективности ИП осуществляют инвесторы или по их поручению специальные консалтинговые фирмы, центры, которые непосредственно отвечают материально и законодательно за воздействие на окружающую природную и социальную среду по результатам инвестирования.

Методы оценки эффективности ИП в Российской Федерации независимо от форм собственности определены Методическими рекомендациями по оценке эффективности инвестиционных проектов (далее — Рекомендаций), утвержденными Министерством экономики РФ, Министерством финансов РФ, Госкомитетом РФ по строительству, архитектуре и жилищной политике от 21.06.1999 г. № Вк 477. Официальность указанных рекомендаций обусловлена обязательно-

стью учета при оценке эффективности ИП требований природопользования и охраны окружающей среды, социальных последствий реализации указанных проектов, условий предоставления государственных кредитов и т. д. Рекомендации, обязательные для применения в РФ, дают возможность инвесторам и предпринимателям оценивать эффективность и привлекательность проектов по методике, признаваемой во всем мире и в то же время учитывающей российские реалии.

Осуществление эффективных ИП увеличивает поступающий в распоряжение общества внутренний валовой продукт (ВВП), который затем делится между участвующими в проекте субъектами (фирмами, акционерами и работниками, банками, бюджетами разных уровней и пр.). Поступлениями и затратами этих субъектов определяются различные виды эффективности ИП.

Рекомендуется оценивать следующие *виды эффективности* ИП:

- эффективность проекта в целом;
- эффективность участия в проекте.

1. *Эффективность проекта в целом* оценивается с целью определения потенциальной привлекательности проекта для возможных участников и поиска источников финансирования. Она включает:

- 1) *общественную* (социально-экономическую) эффективность проекта;
- 2) *коммерческую* эффективность проекта.

Показатели *общественной*¹⁴ *эффективности* учитывают социально-экономические последствия осуществления ИП для общества в целом, в том числе как непосредственные результаты и затраты проекта, так и «внешние», к которым относятся затраты и результаты в смежных секторах экономики, экологические, социальные и иные внеэкономические эффекты. «Внешние» эффекты рекомендуется учитывать в количественной форме при наличии соответствующих нормативных и методических материалов. В отдельных случаях, когда эти эффекты весьма существенны, при отсутствии указанных документов допускается использование оценок независимых квалифицированных экспертов. Если «внешние» эффекты не допускают количественно-

¹⁴ В тех случаях, когда ИП затрагивает интересы не одной страны, а нескольких, общественная эффективность характеризует проект с точки зрения всей системы в целом. В случае же «чисто российского» ИП общественная эффективность совпадает с народнохозяйственной.

го учета, следует провести качественную оценку их влияния. Эти положения относятся также к расчетам региональной эффективности.

Показатели *коммерческой эффективности проекта* учитывают финансовые последствия его осуществления для участника в предположении, что он производит все необходимые для реализации проекта затраты и пользуется всеми его результатами. Показатели эффективности проекта в целом характеризуют, с экономической точки зрения, технические и организационные проектные решения.

2. *Эффективность участия в проекте* определяется с целью проверки реализуемости ИП и заинтересованности в нем всех его участников, включающая:

- 1) эффективность участия *предприятий* в проекте;
- 2) эффективность *инвестирования в акции* предприятия;
- 3) эффективность *участия в проекте структур более высокого уровня* по отношению к предприятиям — участникам ИП, в том числе народнохозяйственную, региональную и отраслевую эффективность (для отдельных отраслей народного хозяйства, финансово-промышленных групп, объединений предприятий и холдинговых структур);
- 4) *бюджетную* эффективность ИП (эффективность участия государства в проекте с точки зрения расходов и доходов бюджетов всех уровней).

В основу оценок эффективности ИП положены следующие *основные принципы*, применимые к любым типам проектов независимо от их технических, технологических, финансовых, отраслевых или региональных особенностей:

- рассмотрение проекта на протяжении всего его жизненного цикла;
- моделирование денежных потоков, включающих все связанные с осуществлением проекта денежные поступления и расходы за расчетный период с учетом возможности использования различных валют;
- сопоставимость условий сравнения различных проектов (вариантов проекта);
- принцип положительности и максимума эффекта;
- учет фактора времени;
- учет только предстоящих затрат (расходов) и поступлений;
- сравнение «с проектом» и «без проекта», а не сопоставлением ситуаций «до проекта» и «после проекта»;

- учет всех наиболее существенных последствий реализации проекта (как экономических, так и неэкономических эффектов);
- учет наличия разных участников проекта;
- многоэтапность оценки;
- учет влияния на эффективность ИП потребности в оборотном капитале¹⁵, необходимом для функционирования создаваемых в ходе реализации проекта производственных фондов;
- учет влияния инфляции и возможности использования при реализации проекта нескольких валют;
- учет в количественном выражении влияния неопределенностей и рисков, сопровождающих реализацию проекта.

Современные методики определения экономической эффективности основываются на *динамических методах оценки*.

Анализ развития и распространения динамических методов определения эффективности инвестиций в практике экономической жизни развитых стран доказывает необходимость и возможность их применения для оценки инвестиционных проектов. В индустриальных странах 50 лет назад отношение к этим методам оценки эффективности было примерно таким же, как в настоящее время в России: в 1964 г. в США только 16 % обследованных предприятий применяли при инвестиционном анализе динамические методы расчетов. К середине 1980-х гг. эта доля увеличилась до 86 %.

Специфическая особенность методов заключается в дисконтировании образующихся в ходе реализации проекта денежных потоков. Применение дисконтирования позволяет отразить основополагающий принцип «деньги в будущем дешевле денег сегодняшних» и тем самым возможность альтернативных вложений по ставке дисконта. Динамические методы оценки эффективности основываются на прогнозировании положительных и отрицательных денежных потоков (расходов и доходов, связанных с реализацией проекта) на плановый период и сопоставлении полученного сальдо денежных потоков, дисконтированного по соответствующей ставке с инвестиционными затратами.

¹⁵ Оборотный капитал может существенно влиять на эффективность инвестиционных проектов, особенно при наличии инфляции. Поэтому Рекомендации уделяют большое внимание расчетам потребности в оборотных средствах (ранее эти вопросы не прорабатывались в проектной документации).

Объективность оценок связана с точностью определения объемов первоначальных капиталовложений, текущих расходов и поступлений на весь период реализации проекта. Вся условность подобных данных очевидна даже в условиях стабильной экономики с предсказуемым уровнем и структурой цен и высокой степенью изученности рынков. В российской же экономике объем допущений, которые приходится делать при расчетах денежных потоков, выше.

Для проведения расчетов с использованием динамических методов принимается предпосылка стабильности валюты, в которой оцениваются денежные потоки. На практике эта предпосылка реализуется при помощи применения сопоставимых цен. Выше отмечалось (п. 4.2, гл. 4), что при определении показателей экономической эффективности ИП могут использоваться *базисные, мировые, прогнозные и расчетные цены* на продукцию (услуги) и потребляемые ресурсы.

Базисные цены — это цены, сложившиеся на определенный момент времени (формула 22). Они используются, как правило, на стадии технико-экономических исследований инвестиционных возможностей.

Прогнозные цены — цены на конец t -го года реализации ИП в соответствии с прогнозируемым индексом изменения цен на продукцию, услуги, ресурсы (формула 23).

Расчетные цены определяются путем умножения базисной цены на дефлятор¹⁶, соответствующий индексу общей инфляции, т. е. индексу повышения среднего уровня цен в экономике или на данный вид продукции, услуги, ресурса.

Прогнозные и расчетные цены используются на стадии ТЭО ИП. Одновременно в ТЭО расчеты осуществляются и в базисных отечественных, а при необходимости — в мировых ценах.

Основу оценки эффективности ИП составляет определение и корректное соотношение затрат и результатов от его осуществления. Оценку ИП, сравнение вариантов проектов и выбор лучшего из них рекомендуется производить с использованием следующих *показателей*:

- чистого дисконтированного дохода (Net Present Value — *NPV*);
- индекса доходности или прибыльности (Profitability Index — *PI*);

¹⁶ *Дефлятор* — индекс, используемый как коэффициент пересчета элементов валового внутреннего продукта в сопоставимые цены. Также применяется для оценки совокупности показателей, влияющих на изменение цен. Таким образом, совокупность различных индексов выражается в виде всеобъемлющего показателя, характеризующего масштабы инфляции.

- внутренней нормы доходности или возврата инвестиций (Internal Rate of Return — *IRR*);
- срока окупаемости инвестиций (Pay Period — *PP*);
- других показателей, отражающих интересы участников или специфику проекта.

Метод определения чистого дисконтированного дохода (NPV) основан на сопоставлении величины исходных инвестиций (I_t) с общей суммой дисконтированных чистых денежных поступлений, генерируемых ею в течение прогнозируемого срока. Поскольку приток денежных средств распределен во времени, он дисконтируется с помощью коэффициента r , устанавливаемого аналитиком (инвестором) самостоятельно исходя из ежегодного процента возврата, который он хочет или может иметь на инвестируемый им капитал.

Чистый дисконтированный доход представляет собой превышение интегральных результатов над интегральными затратами, т. е. разность между суммой денежных поступлений в результате реализации проекта (дисконтированных к текущей стоимости) и суммой дисконтированных текущих стоимостей всех инвестиционных вложений.

Он характеризует суммарный доход за весь расчетный период, приведенный к начальному моменту времени. В зависимости от участника ИП чистый приведенный доход определяется по-разному:

- а) для потенциального инвестора по формуле

$$NPV_i = \sum_{t=0}^T (R_t - I_t) \cdot \frac{1}{(1+r)^t}, \quad (34)$$

где R_t — сумма денежных поступлений в периоде t , результаты шага;
 I_t — вложения средств в периоде t , затраты, осуществляемые на t -м шаге;

$(R_t - I_t)$ — эффект, достигаемый на t -м шаге;

T — горизонт расчета (количество месяцев, кварталов, лет за весь расчетный период от $t = 0$ до T);

r — норма дисконта (норма дисконтирования);

- б) для реципиента¹⁷ — субъекта инвестиций с учетом выплаты процента за кредит по формуле

¹⁷ *Реципиент* (от лат. *recipiens* — «получающий», «принимающий») — физическое, юридическое лицо или государство, которое принимает определенные платежи или получает какой-либо доход (субсидию). В основном понятие «реципиент» используется применительно к государствам как к объектам иностранных инвестиций.

$$NPV_r = \sum_{t=0}^T (R_t - I_t - P_t) \cdot \frac{1}{(1+r_r)^t}, \quad (35)$$

где P_t — выплата процента за кредит;
 r_r — средневзвешенная стоимость собственного капитала реципиента;
 в) для банка по формуле

$$NPV_b = \sum_{t=0}^T (D_t + P_t - K_t) \cdot \frac{1}{(1+r_b)^t}, \quad (36)$$

где D_t — возврат кредита;
 K_t — получение кредита;
 r_b — дисконтная норма банка.

Данная формула (36) более точно отвечает интересам банка как инвестора (кредитора), которая отражает движение денежных потоков в виде предоставления кредита (отток денежных средств) и возврата кредита и процентных сумм (приток денежных средств). Она также может использоваться для сравнительной оценки при выборе вариантов инвестиционного кредитования и кредитования ИП.

Наиболее эффективным из сравниваемых инвестиционных объектов является тот, который характеризуется большей величиной чистого приведенного дохода. Очевидно, что если:

- $NPV > 0$, проект следует принять;
- $NPV < 0$, проект следует отвергнуть;
- $NPV = 0$, проект ни прибыльный, ни убыточный.

Принцип дисконтирования, применяемый при расчете чистого приведенного дохода, с экономической точки зрения подразумевает возможность неограниченного привлечения и вложения финансовых средств по ставке дисконта. Применение метода для сравнения эффективности нескольких проектов предполагает использование единой для всех проектов ставки дисконта и единого временного интервала (определяемого обычно как наибольший срок реализации из имеющихся).

При расчете NPV , как правило, используется постоянная ставка дисконтирования, однако в зависимости от обстоятельств (например, ожидается изменение уровня процентных ставок) ставка дисконтирования может дифференцироваться по годам.

Метод определения **индекса доходности (прибыльности)** инвестиций (PI) является, по сути, следствием метода чистой приведенной

стоимости и представляет собой отношение приведенной стоимости денежных потоков к величине вложений, характеризует относительную меру возрастания интегрального эффекта NPV на единицу вложенных средств I_0 .

$$PI = \frac{1}{I_0} \sum_{t=0}^T (R_t - I_t) \cdot \frac{1}{(1+r)^t}. \quad (37)$$

В случае одновременности осуществления вложений прием дисконтирования используется не только при исчислении денежных потоков, но и для определения текущей стоимости затрат. Такой вариант показателя в практике зарубежных стран называют коэффициентом «доход — издержки» (*benefit — cost — ratio — BCR*).

$$PI = \sum_{t=0}^T (R_t - I_t) \cdot \frac{1}{(1+r)^t} / \sum_{t=0}^T I_t \cdot \frac{1}{(1+r)^t}. \quad (38)$$

Очевидно, что если:

- $PI > 1$, проект следует принять;
- $PI < 1$, проект следует отвергнуть;
- $PI = 1$, проект ни прибыльный, ни убыточный.

В отличие от показателя чистого дисконтированного дохода индекс доходности является относительным показателем. Благодаря этому он очень удобен при выборе одного проекта из ряда альтернативных, имеющих примерно одинаковые значения NPV , либо при комплектовании портфеля инвестиций с максимальным суммарным значением NPV .

Другим стандартным методом оценки эффективности инвестиционных проектов является *метод определения внутренней нормы доходности* проекта (IRR), т. е. такой ставки дисконта, при которой значение чистого приведенного дохода равно нулю: $IRR = r$, при которой $NPV = f(r) = 0$. Таким образом, NPV представляет собой ту норму дисконта r , при которой величина приведенного эффекта равна приведенным капиталовложениям, т. е. r определяется из равенства.

$$\sum_{t=0}^T (R_t - I_t) \frac{1}{(1+r)^t} = \sum_{t=0}^T \frac{I_0}{(1+r)^t}. \quad (39)$$

Смысл расчета этого показателя в том, что он показывает максимально допустимый относительный уровень расходов, которые могут быть ассоциированы с данным проектом. Например, если проект полностью финансируется за счет ссуды коммерческого банка, то значе-

ние IRR показывает верхнюю границу допустимого уровня банковской процентной ставки, превышение которого делает проект убыточным.

Для определения эффективности ИП по отношению к альтернативным проектам расчетное значение показателя IRR сравнивается с базовой ставкой процента, характеризующей эффективность альтернативного использования финансовых средств:

$$IRR > r,$$

где r — некоторая базовая ставка процента.

Если сравнение альтернативных (взаимоисключающих) ИП (вариантов проекта) по NPV и IRR приводит к противоположным результатам, предпочтение следует отдать NPV .

Практическое применение данного метода осложнено, если в распоряжении аналитика нет специализированного финансового калькулятора. В этом случае применяется метод последовательных итераций¹⁸ с использованием табулированных значений дисконтирующих множителей. Для этого с помощью таблиц выбираются два значения коэффициента дисконтирования $r_1 < r_2$ таким образом, чтобы в интервале (r_1, r_2) функция $NPV = f(r)$ меняла свое значение с «+» на «-» или с «-» на «+». Далее применяют формулу

$$IRR = r_1 \pm \frac{f(r_1)}{f(r_1) \pm f(r_2)} \cdot (r_2 \pm r_1), \quad (40)$$

где r_1 — значение табулированного коэффициента дисконтирования, при котором $f(r_1) > 0$ { $f(r_1) < 0$ };

r_2 — значение табулированного коэффициента дисконтирования, при котором $f(r_2) < 0$ { $f(r_2) > 0$ }.

Точность вычислений обратно пропорциональна длине интервала (r_1, r_2) , а наилучшая аппроксимация¹⁹ с использованием табулированных значений достигается в случае, когда длина интервала минимальна (равна 1%), т. е. r_1 и r_2 — ближайшие друг к другу значения коэффициента дисконтирования, удовлетворяющие условиям (изменения знака функции с «+» на «-» или с «-» на «+» [12, с. 202–203].

¹⁸ *Итерация* — регулярно повторяющийся в ходе реализации алгоритма состав процедур обработки информации, отличающийся значениями переменных величин.

¹⁹ *Аппроксимация* — приближенное выражение (математических) объектов через более простые объекты.

Метод оценки целесообразности ИП *по срокам окупаемости* вложенных средств — один из самых простых и широко распространенных в мировой практике. Срок окупаемости (PP) важен с позиции знания времени возврата первоначальных вложений, т. е. окупятся ли инвестиции в течение срока их жизненного цикла. Окупаемость рассчитывается по следующей формуле:

$$PP = \frac{I_0}{(R_t - I_t)}, \quad (41)$$

где $(R_t - I_t)$ — среднегодовая сумма денежных поступлений от реализации ИП.

При оценке эффективности инвестиций наряду с выше приведенными показателями возможно использование и ряда других: интегральной эффективности затрат, точки безубыточности, простой нормы прибыли, капиталоотдачи и т. д. Следует отметить, что ни один из приведенных показателей сам по себе не является достаточным для оценки эффективности проектов и принятия на этой основе решения о начале их реализации. Решение об инвестировании средств в проект должно приниматься с учетом значений всех рассмотренных показателей и интересов его участников.

Проект, как и любая *финансовая операция*, т. е. операция, связанная с получением доходов и/или осуществлением расходов, порождает *денежные потоки (потоки реальных денег)*.

Денежный поток ИП — это зависимость от времени денежных поступлений и платежей при реализации *порождающего его проекта*, определяемая для всего расчетного периода. На каждом шаге значение денежного потока (реальных денег) характеризуется:

- *притоком*, равным размеру денежных поступлений или результатов в стоимостном выражении на каждом шаге расчета $\Pi_i(t)$;
- *оттоком*, равным платежам на каждом шаге расчета $O_i(t)$;
- *сальдо* (активным балансом, эффектом), равным разности между притоком и оттоком на каждом шаге расчета $\Phi_i(t)$ и определяется по формуле

$$\Phi_i(t) = \Pi_i(t) - O_i(t). \quad (42)$$

На стадии ликвидации объекта в текущее сальдо денежных средств включается также чистая ликвидационная стоимость объекта.

Денежный поток (поток реальных денег) $\Phi_i^T(t)$ обычно *состоит* из потоков от отдельных видов деятельности²⁰ в каждом периоде осуществления проекта (на каждом шаге расчета):

- денежный поток от инвестиционной деятельности — $\Phi_i^И(t)$;
- денежный поток от операционной деятельности — $\Phi_i^О(t)$;
- денежный поток от финансовой деятельности — $\Phi_i^Ф(t)$.

$$\Phi_i^T(t) = \Phi_i^И(t) + \Phi_i^О(t) + \Phi_i^Ф(t). \quad (43)$$

Для *денежного потока от инвестиционной деятельности*: к *оттокам*²¹ относятся капитальные вложения, затраты на пуско-наладочные работы, ликвидационные затраты в конце проекта, затраты на увеличение оборотного капитала и средства, вложенные в дополнительные фонды; к *притокам* — продажа активов (возможно, условная) в течение и по окончании проекта, поступления за счет уменьшения оборотного капитала.

Для *денежного потока от операционной деятельности к притокам* относятся выручка от реализации, а также прочие и внереализационные доходы, в том числе поступления от средств, вложенных в дополнительные фонды; к *оттокам* — производственные издержки, налоги.

К *финансовой деятельности* относятся операции со средствами, внешними по отношению к ИП, т. е. поступающими не за счет осуществления проекта. Они состоят из собственного (акционерного) капитала фирмы и привлеченных средств. Для *денежного потока от финансовой деятельности к притокам* относятся вложения собственного (акционерного) капитала и привлеченных средств: субсидий и дотаций, заемных средств, в том числе и за счет выпуска предприятием собственных долговых ценных бумаг; к *оттокам* — затраты на возврат и обслуживание займов и выпущенных предприятием долговых ценных бумаг (в полном объеме независимо от того, были они включены в притоки или в дополнительные фонды), а также при необходимости — на выплату дивидендов по акциям предприятия.

²⁰ Для ряда ИП строго разграничить потоки по разным видам деятельности может оказаться затруднительным. В этих случаях Рекомендации допускают объединение некоторых или всех потоков.

²¹ В случаях, когда проект предусматривает приобретение целых предприятий, месторождений и пр., затраты на их приобретение также относятся к инвестиционным затратам.

Денежные потоки от финансовой деятельности учитываются, как правило, только на этапе оценки эффективности участия в проекте, т. е. для участников ИП показатели эффективности рассчитываются по результатам всех трех видов деятельности. При оценке же эффективности проекта в целом потоки реальных денег и показатели эффективности определяются без учета результатов финансовой деятельности, т. е. на основе потока денежных средств только от инвестиционной и операционной деятельности.

Наряду с денежным потоком при оценке ИП используется также **накопленный денежный поток** — поток, характеристики которого: **накопленный приток**, **накопленный отток** и **накопленное сальдо (накопленный эффект)** определяются на каждом шаге расчетного периода как сумма соответствующих характеристик денежного потока за данный и все предшествующие шаги.

Необходимым критерием принятия ИП является положительное сальдо накопленных реальных денежных средств в любом временном интервале, где конкретный инвестор осуществляет затраты или получает доходы, а отрицательная его величина свидетельствует о необходимости привлечения инвестором (участником ИП) дополнительных собственных или заемных средств и отражения этих средств в расчетах эффективности.

Согласно Рекомендациям, при расчете экономической эффективности ИП оцениваются:

- **коммерческая (финансовая) эффективность**, определяющая финансовые последствия реализации проекта для его непосредственных участников;
- **бюджетная эффективность**, отражающая финансовые последствия реализации проекта для федерального, регионального и местного бюджетов;
- **экономическая (общественная или народнохозяйственная) эффективность**, учитывающая затраты и результаты, связанные с реализацией проекта, выходящие за пределы прямых финансовых интересов участников ИП и допускающие стоимостное измерение.

Коммерческая эффективность ИП определяется соотношением затрат и финансовых результатов, обеспечивающих требуемую норму доходности, и может рассчитываться как для проекта в целом, так и для отдельных его участников с учетом их доли вклада. Сущность ее для

потенциальных инвесторов состоит в определении и анализе потока и сальдо денежных средств на различные периоды. При этом рассматриваются и учитываются три вида деятельности инвестора: инвестиционная, операционная и финансовая.

Для дополнительной оценки коммерческой (финансовой) эффективности ИП рассчитываются также: срок полного погашения задолженности и доли участников ИП в общем объеме инвестиций в него. *Срок полного погашения задолженности* определяется в случаях, когда для реализации ИП привлекаются кредитные и заемные средства. Проект считается приемлемым тогда, когда срок полного погашения задолженности по кредиту согласно расчетам удовлетворяет требованиям, предъявляемым кредитующим банком. Потребность в заемных средствах при этом определяется по минимальному из годовых значений сальдо реальных накопленных денег. *Доля участника ИП в общем объеме инвестиций* определяется как отношение интегральных дисконтированных затрат участника (стоимости переданного или вложенного имущества и денежных средств) к суммарному дисконтированному общему объему инвестиций по проекту.

Бюджетная эффективность ИП отражает влияние результатов его реализации на доходы и расходы бюджетов различных уровней. Показатели бюджетной эффективности рассчитываются на основании определения потока бюджетных средств. Основным показателем является бюджетный эффект (B_t), который определяется как превышение доходов соответствующего бюджета (D_t) над расходами (I_t) в связи с осуществлением проекта на t -м шаге:

$$B_t = D_t - I_t. \quad (44)$$

В структуру доходов соответствующего бюджета могут быть включены налоговые поступления, пошлины, сборы и т. д. В состав расходов бюджета включаются затраты и потери, связанные обычно с оказанием финансовой поддержки или принятыми по проекту и/или его участниками гарантиями и обязательствами. При более детальных расчетах в рамках данного вида эффективности может быть учтен мультипликативный²² эффект — от поступлений в бюджеты со стороны других

²² *Мультипликатор* (от лат. *multiplicator* — «умножающий, увеличивающийся») — коэффициент, который показывает зависимость изменения дохода от изменения инвестиций.

организаций и предприятий, на деятельность которых данный проект оказывает опосредованное влияние (*косвенный бюджетный эффект*).

Следует отметить, что при определении бюджетной эффективности для вновь осуществляемых ИП в составе денежного потока не всегда следует учитывать в полном составе грядущие налоговые поступления в соответствующие уровни бюджета, так как они носят предположительный, «виртуальный» характер.

Величина бюджетной эффективности напрямую связана с размерами коммерческой (финансовой) эффективности. Так, если соответствующий бюджет принимает на себя определенную сумму расходов по данному ИП, то именно на эту величину может быть увеличена коммерческая эффективность проекта, и наоборот — любые выплаты в бюджет в рамках проекта увеличивают затраты и снижают коммерческую эффективность. Именно это обстоятельство свидетельствует, во-первых, о наличии некоторого сбалансированного соотношения коммерческой и бюджетной эффективности и, во-вторых, о том, что на основе этих двух показателей данный оптимум определить нельзя: эта задача может быть решена только на основе анализа экономической (общественной или народнохозяйственной) эффективности.

Экономическая (общественная или народнохозяйственная) эффективность — это эффективность проекта с точки зрения интересов национальной экономики в целом, а также с позиции участвующих в его осуществлении регионов (субъектов Федерации), местных самоуправлений, отраслей и сторонних организаций.

При расчете показателей данной эффективности в состав результатов ИП включаются в стоимостном выражении конечные производственные результаты, включая выручку от реализации произведенной продукции (работ, услуг), выручку от продажи имущества и интеллектуальной собственности; социальные, экологические, прямые и косвенные (изменение доходов сторонних организаций, рост рыночной стоимости земельных участков, потенциала территорий, зданий или иного имущества; отстаивание федеральных, региональных и отраслевых интересов) финансовые результаты; расходы по консервации или ликвидации производственных ресурсов, истощение природных ресурсов и утрата имущества в результате возможных аварий и других чрезвычайных ситуаций; кредиты и займы иностранных государств, банков и фирм, поступления от импортных пошлин и т. д.

При этом социальные, политические, экологические и другие результаты, не поддающиеся стоимостной оценке, рассматриваются как дополнительные показатели общественной эффективности и учитываются при принятии решений о реализации и государственной поддержке конкретных проектов.

Оценка экономической эффективности ИП *с участием иностранных инвесторов* имеет особенности. Так, при определении показателей экономической эффективности ИП затраты иностранных участников не учитываются, а предоставляемые ими кредиты и займы, уплачиваемые налоги и пошлины включаются в состав результатов осуществления проектов.

Показатели коммерческой эффективности рассчитываются как по отечественным, так и по иностранным участникам. При этом в составе затрат иностранного участника рассчитывается также налог на прибыль, переводимую за границу. По иностранному участнику ИП расчеты потока реальных денег проводятся также в валюте соответствующего государства. Для дополнительного подтверждения эффективности ИП с иностранным участием целесообразно сравнить его с аналогичным проектом, предусматривающим его осуществление с участием только российских инвесторов.

5.4. Оценка социальной эффективности инвестиционных проектов и программ

Расчет эффективности инвестиций — чрезвычайно многогранный процесс, зависящий от различных факторов, которые зачастую не могут быть выражены только количественными величинами. Качественный характер отдельных факторов, нередко имеющих определяющее значение, существенно осложняет возможность оптимальной и полной экспертизы проекта или программы, затрудняет их ранжирование при конкурсном отборе. Это прежде всего относится к такому показателю, как социальная эффективность инвестиционных программ.

Сталкиваясь в практической деятельности с необходимостью комплексного социально-экономического обоснования инвестиций, приходится констатировать, что зачастую оценка народнохозяйственного эффекта от внедрения прогрессивных технологий и оборудования но-

сит односторонний, только экономический характер. Этот недостаток присущ ряду методик расчета эффективности ИП и программ. Перечень приведенных в них показателей охватывает широкий круг вопросов, однако изучение социальных последствий исполнения программы практически отсутствует.

По нашему мнению, для стоимостного выражения социальной эффективности (показателя в значительной степени качественного) необходимо определить ее экономический эквивалент. Проблема достаточно сложная, ибо экономические и социальные последствия реализации какого-либо ИП или программы настолько взаимосвязаны, что выделить их однозначно невозможно.

Поскольку нельзя количественно определить величину социального эффекта, опираясь на конечные результаты осуществления капитальных вложений, решение этой проблемы следует искать в исследовании структуры инвестиционных затрат, т. е. выявить затраты, необходимые для достижения социальных результатов, и, определив степень компенсации таких затрат, количественно выразить социальный эффект. Для решения поставленной задачи требуется разграничить издержки на достижение социального эффекта на две группы. К *первой группе* относятся затраты на непосредственно социальные мероприятия (здесь «социальное» понимается как результат, который выходит за чисто экономические рамки, например, улучшение условий труда, быта, оздоровление природной среды и т. д.), ко второй — расходы, социальный эффект которых является сопутствующим получаемым результатам (т. е. достигается вместе с экономическим).

Количественно выразить социальную значимость затрат второй группы возможно лишь опосредованно, через экономию величины издержек первой группы. В практической работе расчета эффекта от реализации инвестиционной программы осуществить сложно, а порою просто невозможно выделить статьи затрат, исполнение которых даст чисто социальный или экономический эффект. Иначе дело обстоит с величиной издержек, направляемых непосредственно на улучшение социальных условий труда и быта работников. Это величина вполне легко определяемая и регулируемая.

Таким образом, осуществление ИП приводит к образованию социального эффекта, величина которого выражается экономией средств на удовлетворение социально-культурных потребностей трудящихся. На практике, на уровне субъектов инвестиционной деятельности, эк-

вивалентом этого показателя служит величина среднедушевого дохода, приходящаяся на одного среднесписочного работающего. Суммарная величина экономии этих расходов и есть стоимостной эквивалент социальной эффективности (Θ_c), зависящая от количества условно высвобождаемых работников в результате реализации ИП. Ее можно выразить формулой

$$\Theta_c = \sum_i^n Y_i \cdot W_i (1 - k_d), \quad (45)$$

где Y_i — условное высвобождение работников i -го субъекта инвестиционной деятельности ($i = 1, 2, \dots, n$);

W_i — величина дохода на одного среднесписочного работающего в проектном варианте;

k_d — коэффициент дисконтирования, скорректированный на величину инвестиционного риска.

Количество условно высвобождаемых работников рассчитывается по формуле

$$Y_i = Y_z - V_z / T_n, \quad (46)$$

где Y_z — среднегодовая численность работающих на предприятии в базовом варианте;

V_z — годовой объем выполненных работ (реализованной продукции, услуг) в стоимостном выражении в базовом варианте;

T_n — среднегодовая производительность труда в расчете на одного работающего в проектном варианте.

Базовый вариант — система производства до реализации программы субъекта инвестиционной деятельности. На вновь создаваемых народнохозяйственных объектах за базовый вариант следует принимать усредненные показатели действующих аналогичных типов производств.

Проектный вариант — производственная система, сложившаяся в результате реализации инвестиционной программы.

Величина дохода W_i определяется как среднегодовой суммарный показатель выплат из всех фондов предприятия в расчете на одного работающего на основании бизнес-плана инвестиционной программы.

Коэффициент дисконтирования k_d с учетом риска при выполнении инвестиционной программы определяется по формуле

$$k_d = k_{di} + P / 100, \quad (47)$$

где k_{di} — коэффициент дисконтирования без учета риска, связанного с условиями осуществления проекта или программы;

P — поправка на риск, %.

Но поскольку осуществление инвестиционной программы нередко приводит к результатам, выходящим за пределы хозяйственных отношений участников инвестиционной программы, целесообразно выявить показатель, с помощью которого можно было рассчитать социальный эффект в народнохозяйственном масштабе. Этой цели служит показатель среднедушевого дохода по стране.

Таким образом, полный (общий) народнохозяйственный социальный эффект (Θ_o) от реализации инвестиционной программы или проекта исчисляется как

$$\Theta_o = \Theta_c + \sum_i^n Y_i \cdot W_o (1 - k_d), \quad (48)$$

где W_o — показатель среднедушевого дохода населения страны в расчетном периоде (базовый вариант).

На основании результатов расчета по предложенной методике целесообразно рассчитать индекс социальной эффективности проекта ($I_{с.эф}$) — отношение величины полного (общего) народнохозяйственного социального эффекта (Θ_o) к сумме инвестиционных вложений (I):

$$I_{с.эф} = 100 \cdot \Theta_o / I. \quad (49)$$

Данный показатель характеризует величину социального эффекта на единицу денежных вложений. В случае, если величина $I_{с.эф} < 1$, то программа социально малоэффективна.

Определение социального эффекта осуществляется в дополнение к расчету показателей экономической и бюджетной эффективности инвестиционных программ организаций и предприятий особенно в ходе проведения конкурсного отбора проектов под финансирование за счет средств федерального или регионального займа. Это позволяет дать более комплексную оценку предложенным к рассмотрению бизнес-планам ИП и объективно определить победителей конкурса проектов.

Контрольные вопросы и задания

1. Что понимается под инвестиционным проектом? Приведите классификацию инвестиционных проектов по основным признакам.
2. Охарактеризуйте основные этапы жизненного цикла инвестиционного проекта.
3. Что собой представляет бизнес-план инвестиционного проекта? Приведите его структуру.
4. Назовите составные элементы финансового плана ИП.
5. Как можно определить результат инвестиционного проекта? В чем отличие нового и традиционного подходов к оценке результатов проекта?
6. В чем сущность метода дисконтирования?
7. Что понимается под эффективностью инвестиционного проекта? Какими показателями измеряется эффективность и как они определяются?
8. Что собой представляют «поток реальных денег», «сальдо реальных денег» и как они определяются?
9. В чем различие коммерческой (финансовой), бюджетной и экономической эффективности инвестиционных проектов?
10. Как определяются коммерческая (финансовая), бюджетная, экономическая эффективности инвестиционного проекта?
11. Как определяется социальная эффективность инвестиционных проектов и программ?

Глава 6

Финансовые инвестиции и методы оценки их эффективности

6.1. Методы анализа и оценка инвестиционных качеств финансовых инвестиций. Типы инвесторов

Ф*инансовые инвестиции* — вложения свободных денежных средств в финансовые инструменты (ценные бумаги, долговые обязательства и т. д.), а *финансовые инструменты* — различные формы финансовых обязательств для краткосрочного или долгосрочного инвестирования, торговля которыми осуществляется на финансовом рынке. Финансовые инструменты включают денежные средства и ценные бумаги.

В портфель финансовых инвестиций организации (предприятия) могут входить различные ценные бумаги или другие финансовые инструменты (сберегательные и депозитные сертификаты, залоговые свидетельства, страховые полисы и пр.), характеристики которых рассмотрены в п. 3.4 гл. 3 настоящего учебного пособия.

Инвестиции в финансовые инструменты являются сравнительно новым явлением в практике деятельности отечественных организаций и предприятий. До перехода на рыночные методы хозяйствования организации (предприятия) осуществляли в основном, как было сказано выше, капитальные вложения в основной капитал, вкладывали средства в нематериальные активы и оборотные средства. Финансовые инвестиции в ценные бумаги не могли существовать — не было рынка ценных бумаг.

Финансовые инструменты на рынке должны оцениваться с точки зрения их инвестиционных качеств, т. е. соответствовать целям и ожи-

даниям инвесторов, вкладывающих в них финансовые средства. **Оценка инвестиционных качеств** финансовых инструментов производится *по критериям*, в качестве которых выступают: доход (доходность), риск (рискованность) и ликвидность вложений. Требуемая доходность и риск вложений в финансовые инструменты находятся в обратной зависимости, изменяются пропорционально друг другу.

Доход, обеспечиваемый каким-либо финансовым инструментом (активом), состоит из двух элементов: доход от изменения курсовой стоимости их и дохода от полученных дивидендов, процентов. Доход, рассчитанный в процентах к первоначальной стоимости финансового инструмента (актива), называется *доходностью вложений* или *нормой дохода*.

Риск при вложениях в финансовые инструменты означает вероятность возникновения убытков или недополучения дохода в будущем. Можно дать и более детализированное определение этого понятия: *риск* представляет собой определенный уровень финансовой потери, выражающийся в возможности не достичь поставленной цели, в неопределенности ожидаемого результата, субъективности оценки будущего результата. Финансовые инструменты, с которыми ассоциируется относительно большой размер возможных потерь, рассматриваются как более рискованные, т. е. *рискованность* — это ситуация, связанная с риском.

Ликвидность финансовых инструментов выступает как их способность быстро и без потерь превращаться в наличные деньги. Другими словами, *ликвидность* — это возможность для держателей ценных бумаг превратить их в деньги, получить больше, столько же или меньше того, что было заплачено при их приобретении или с учетом их капитализации²³.

При оценке инвестиционных качеств ценных бумаг кроме расчета общих для всех объектов инвестирования показателей эффективности

²³ *Капитализация* — увеличение размера прибыли от участия активов (финансовых инструментов) в хозяйственной деятельности. Капитализация измеряется полученной прибылью, дивидендами и суммой (%) депозитариев. *Депозитарий* — юридическое лицо, заключающее депозитарный договор с владельцем ценностей о передаче их во временное хранение, при этом переданные ценности не являются собственностью депозитария; участник рынка ценных бумаг, который профессионально осуществляет депозитарную деятельность. *Депозитарная деятельность* — оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету и переводу прав на ценные бумаги.

необходимо проведение их исследования *методами фундаментального и технического анализа*, принятыми в практике фондового рынка. Исследование инвестиционных качеств финансовых инструментов должно проводиться специалистами инвестора либо инвестиционными консультантами. Это особенно относится к техническому анализу.

Фундаментальный анализ проводится на основе оценки финансовых результатов деятельности предприятия-эмитента. Он предполагает изучение комплекса показателей финансового состояния предприятия-эмитента, тенденций развития отрасли, к которой эмитент принадлежит с целью определения конкурентоспособности производимой продукции (работ, услуг) или видов экономической деятельности на текущий момент и в перспективе. Исходной информацией для анализа являются бухгалтерский баланс, отчеты о финансовых результатах и другие отчетные данные эмитента.

Основой для проведения фундаментального анализа является также изучение влияния отдельных факторов на динамику цен финансовых инструментов на текущий момент времени и в будущем. Так, полученные на его базе результаты позволяют определить, как соотносится стоимость ценной бумаги эмитента с реальной стоимостью финансовых инструментов, денежными поступлениями, и сделать прогноз дохода, который определяет будущую стоимость ценной бумаги и, следовательно, может воздействовать на ее цену. Исходя из этого делается вывод о целесообразности инвестиционных вложений денежных средств.

Технический анализ основывается на показателях спроса и предложения ценных бумаг, изучении динамики их курсовой стоимости, общих тенденций движения курсов на фондовом рынке. Изучение динамики курсов позволяет определить моменты целесообразной покупки или продажи ценной бумаги. Например, покупку выгоднее осуществлять в период подъема курса, а продажу — в период его окончания. Оценка динамики курса позволяет также оценить темп роста и прирост курсовой стоимости ценной бумаги. Одновременная оценка объемов сделок и динамики курсов ценных бумаг говорит о благополучном состоянии конкретного их вида. Технический анализ базируется на построении и исследовании графиков динамики отдельных показателей (как правило, рыночных цен) в рассматриваемом периоде, нахождении определенной тенденции (тренда) и ее экстраполяции на перспективу.

В зарубежной практике развитых стран для определения общей тенденции изменения курсов акций применяются специальные **индикаторы — индексы фондового рынка**. Фондовые индексы рассчитываются на основе средней арифметической или геометрической взвешенной курсовой стоимости по крупным ведущим компаниям. В любой стране применяется несколько индексов. Наиболее известными индексами являются в зарубежных странах следующие:

- США — индексы Доу Джонса (Dow Jones Industrial Average) и Стандарт энд Пул (Standard & Poor's 500 Stock Price Index). *Индекс Доу Джонса* — средний арифметический показатель изменения курсов акций крупнейших корпораций США, основой расчета которого послужила формула средней арифметической взвешенной (этот индекс с 1884 г. определялся по 11 крупнейшим в то время промышленным компаниям, с 1928 г. он стал рассчитываться по 30 ведущим компаниям, в настоящее время исчисляется сводный индекс по 65 корпорациям, из них — 30 промышленных корпораций, 20 транспортных фирм, 15 компаний коммунального обслуживания. Следует отметить, что методика расчета не претерпела принципиальных изменений до настоящего времени, при этом перечень компаний со временем меняется, но ведущие из них остаются). *Индекс Стандарт энд Пул* рассчитывается по 500 компаниям, охватывающим около 80 % стоимости ценных бумаг на Нью-Йоркской фондовой бирже, и включает 400 промышленных, 20 транспортных, 40 финансовых, 40 коммунальных компаний;
- Великобритании — индексы Футси (Financial Times Stock Indices, «footsie»), рассчитываются по формуле средней геометрической (наиболее известный индекс Футси-30, рассчитываемый с 1935 г., индекс Футси-100 — с 1983 г. Среди других распространенных индикаторов — индекс Актуариев (FT-Actuaries Index), охватывающий акции 700 крупнейших компаний, более 80 % стоимости ценных бумаг Лондонской фондовой биржи, и др.;
- Канаде — индекс Торонской фондовой биржи (TSE 300 Composite Index);
- Японии — индекс Никкей (Nikkei 225 Index) и др.;

В отечественной практике эти методы еще не получили должного развития из-за нерегулярности биржевых сделок, недостаточности информации о рынке ценных бумаг, достоверности созданных индексов

и др. В то же время уже имеется опыт разработки отечественных фондовых индикаторов. В частности, экспертами информационно-аналитического агентства «Анализ, консультация и маркетинг» (АК&М)²⁴ разработана методика определения индексов, учитывающая как зарубежный опыт, так и российскую специфику развития рынка. Суть методики заключается в расчете трех индексов: банковского (включает наиболее крупные банки, такие, как «Инкомбанк», банк «Санкт-Петербург» и др.), промышленного (включены 24 крупных предприятия, такие, как «Ижорские заводы», ЗИЛ и др.) и сводного, который рассчитывается по 35 позициям. В основу данной методики определения индексов положена методика компании «Стандарт энд Пур» и начала использоваться с 01.09.1993 г. В настоящее время основным индексом отечественного фондового рынка является индекс Российской торговой системы (РТС).

Следует отметить, что при анализе инвестиционных качеств финансовых инструментов нельзя найти такой вид ценных бумаг, который бы устраивал потенциального инвестора по всем параметрам. На основе анализа инвестиционных качеств ценной бумаги специалисты рейтинговых агентств присваивают ценной бумаге соответствующую категорию. *Рейтинг* представляет собой присвоение определенного класса, ряда, номера, категории в процессе оценки качественных параметров эмиссионных ценных бумаг. Так, *рейтинговая оценка акций* — это система оценки инвестиционных качеств, обращающихся на вторичном рынке акций с присвоением им определенного оценочного индекса, которая приведена по некоторым известным агентствам, применяемая в практике зарубежных стран (табл. 10).

Рейтинговая оценка облигаций — это система оценки инвестиционных качеств облигаций, которые обращаются на фондовом рынке с присвоением им определенного оценочного индекса. Примеры рейтинговой оценки облигаций по аналогичным компаниям, используемые в зарубежной практике, приведены в табл. 11.

²⁴ *Индекс АК&М* — индекс курсовой, рассчитываемый по определенному кругу акций промышленных предприятий на российском фондовом рынке агентством «Анализ, консультация и маркетинг» (АК&М).

Таблица 10

Рейтинговая оценка инвестиционных качеств акций по агентствам:

Обыкновенные акции		Привилегированные акции	
Индекс оценки по методике «Standard & Poor's»	Значение индекса инвестиционного качества	Индекс оценки по методике «Canadian Bond Rating Service»	Значение индекса инвестиционного качества
A+	Наивысшее	P+	Наивысшее
A	Высокое	P1	Высокое
A–	Выше среднего	P2	Очень хорошее
B+	Среднее	P3	Хорошее
B	Ниже среднего	P4	Среднее
B–	Низкое	P5	Низкое
C–	Очень низкое	–	–

Таблица 11

Рейтинговая оценка инвестиционных качеств облигаций по агентствам:

Обыкновенные акции		Привилегированные акции	
Индекс оценки по методике «Standard & Poor's»	Значение индекса инвестиционного качества	Индекс оценки по методике «Canadian Bond Rating Service»	Значение индекса инвестиционного качества
AAA	Высшее	Aaa	Высшее
AA	Высокое	Aa	Высокое
A	Хорошее	A	Хорошее
BVB	Среднее	Baa	Среднее
BB	Ниже среднего	Ba	Ниже среднего
B	Низкое	B	Низкое
CCC CC C	Очень низкое, чисто спекулятивные облигации	Saa Sa C	Очень низкое, чисто спекулятивные облигации
D	Не имеющие инвестиционных качеств	–	–

Приведенная рейтинговая оценка инвестиционных качеств финансовых инструментов используется при инвестировании капитала в финансовые активы компаний стран с развитой рыночной экономикой. При развитии фондового рынка в России подобная рейтинговая оценка приобретает все большую актуальность и практическую значимость

как для эмитентов, так и для инвесторов. Преимущества и недостатки вложений в некоторые ценные бумаги, характеризующие их инвестиционные качества, приведены в табл. 12.

Произведя оценку инвестиционных качеств ценной бумаги, необходимо обратить внимание на ее надежность²⁵, безопасность²⁶, доходность, ликвидность, степень инвестиционного риска. Предпочтение выбора той или иной ценной бумаги во многом определяется типом инвестора. В зависимости от отношения к источнику дохода, уровню доходности, риску инвестирования выделяют различные *типы инвесторов*.

Консервативные инвесторы нацелены на получение непрерывного стабильного дохода в течение длительного промежутка времени. Они предпочитают вкладывать средства в ценные бумаги с низким уровнем риска, обеспечивающие непрерывный поток платежей в виде процентных или дивидендных выплат, а именно в государственные ценные бумаги, акции и облигации крупных компаний.

Умеренные инвесторы в качестве основного ориентира избирают уровень дохода, который может формироваться как за счет роста вложенных средств, дивидендных и процентных выплат, так и за счет курсовой разницы при рассчитанном уровне риска. Период инвестирования не ограничен какими-то определенными рамками. Приоритетами в выборе ценной бумаги являются, как правило, акции и облигации крупных и средних компаний с высокой степенью надежности, государственные и муниципальные ценные бумаги.

Агрессивные инвесторы имеют своей целью получение максимально высокой курсовой разницы от каждой сделки и преследуют спекулятивный рост вложенных средств. Срок инвестирования по времени ограничен длительностью инвестиционной операции, уровень риска очень высокий. Предпочтение в выборе ценных бумаг отдают высокодоходным финансовым инструментам небольших фирм и венчурных компаний, имеющим значительную долю риска.

²⁵ *Надежность финансовых инструментов* устанавливается после анализа и диагностики финансово-хозяйственной деятельности эмитента, уровня его экономической состоятельности, платежеспособности, ликвидности, баланса, рентабельности, финансовой устойчивости.

²⁶ *Безопасность инвестиционных качеств ценной бумаги* — это определенная защищенность ее в условиях изменений на рынке и стабильность получения дохода.

**Сравнительная характеристика инвестиционных качеств
некоторых видов ценных бумаг**

Вид ценной бумаги	Преимущества	Недостатки
Обыкновенные акции	Возможность получения высоких дивидендов в период эффективной деятельности, высокая ликвидность, возможность влияния на рост доходности и снижение рисков путем участия в управлении и разработке политики фирмы	Негарантированный характер дохода, высокий уровень риска, связанный с возможностью невыплаты дивидендов, утраты капитала при банкротстве или ликвидации фирмы. Последняя очередность возврата капитала при ликвидации фирмы, невозможность для мелких акционеров воздействовать на политику фирмы
Привилегированные акции	Стабильный уровень дохода в виде получения дивидендов независимо от результатов хозяйственной деятельности. Возможность ликвидности путем преимущественного права обратного выкупа акций. Низкий уровень риска за счет первоочередного права на получение дивидендов и раздела имущества при ликвидации фирм	В период эффективной деятельности дивиденды могут быть ниже, чем по обыкновенным акциям. Более низкая ликвидность на фондовом рынке. Возможность обратного выкупа вне желания акционера, ограничение возможности воздействия на управление фирмой
Закладные облигации	Стабильный уровень дохода, высокая ликвидность, низкий уровень риска за счет гарантии возврата долга и первоочередного права на возврат вложенных средств при ликвидации фирмы	Более низкий уровень дохода, чем по другим видам облигаций, отсутствие права участия в управлении фирмой
Беззакладные облигации	Стабильный уровень дохода. Более высокий процент по сравнению с закладными облигациями	Высокий уровень риска за счет отсутствия надежного обеспечения и права предъявления имущественных претензий к фирме при невыплате долга. Отсутствие права участия в управлении фирмой
Конвертируемые облигации	Стабильный уровень дохода, низкий уровень риска за счет права обмена на другие ценные бумаги, первоочередного права на возврат вложенных средств при ликвидации фирмы	Более низкий доход, чем по другим видам облигаций. Отсутствие права участия в управлении фирмой

Стратегические инвесторы направляют свою деятельность не на получение доходов на фондовом рынке, а на захват сферы влияния и установление контроля над собственностью путем приобретения паритетного (контрольного) пакета акций. Период инвестирования не ограничен определенным сроком, так как стратегические инвесторы стараются сохранить контроль над собственностью, дающий возможность извлечения более высоких доходов, чем у других акционеров, и расширения сферы влияния.

Таким образом, из приведенных качественных характеристик финансовых инструментов и типов инвесторов можно сделать вывод, что основными их характеристиками являются: вид ценной бумаги, ее надежность, безопасность, ликвидность, доходность, конвертируемость. Для более детального изучения инвестиционной привлекательности ценных бумаг и принятия окончательного управленческого решения инвесторами необходимо проводить комплексный анализ их инвестиционных качеств.

6.2. Оценка эффективности отдельных финансовых инструментов

Финансовые инвестиции ориентированы в основном на получение дохода, на упорядочение места организации, предприятия на рынке, на участие их в управлении деятельностью других организаций, предприятий. Как было сказано выше финансовые инвестиции — это как раз вложения в финансовые инструменты (активы), к которым относятся наличные деньги, вклады на текущих и срочных счетах в банках, иностранная валюта, ценные бумаги.

Оценка эффективности финансовых инвестиций, как и любых видов инвестиций осуществляется путем соотношения финансового результата и затрат инвестора. В качестве результата при вложениях в финансовые инструменты выступает получаемый инвестором доход, определяемый как разность между настоящей стоимостью финансового инструмента, в частности, ценной бумаги и суммой вложенных на ее приобретение средств. Однако доход от вложенных средств может быть получен лишь в будущем, поэтому для сопоставимости показателей он должен быть приведен к настоящему времени путем дисконтирования. Затратами выступает сумма инвестированных средств

в тот или иной финансовый инструмент. Для расчета эффективности финансовых инвестиций используют следующие формулы:

$$\Theta_{\text{ф.и}} = (C_{\text{ф.и}} - I_0) / I_0, \quad (50)$$

или

$$\Theta_{\text{ф.и}} = D_{\text{ф.и}} / I_0, \quad (51)$$

где $\Theta_{\text{ф.и}}$ — эффективность инвестирования в финансовый инструмент;
 $C_{\text{ф.и}}$ — текущая (дисконтированная) стоимость отдельных финансовых инструментов (приведенная к настоящему времени);
 I_0 — сумма инвестируемых средств в отдельные финансовые инструменты;
 $D_{\text{ф.и}}$ — сумма ожидаемого дохода от инвестиций.

Реальная настоящая (текущая) стоимость отдельных финансовых инструментов определяется под влиянием двух основных показателей: 1) суммы будущего денежного потока от конкретного вида финансового инструмента и 2) размера дисконтной (процентной) ставки, используемой при оценке настоящей стоимости будущего денежного потока.

1. *Сумма будущего денежного потока по финансовым инвестициям* из-за отсутствия в его составе основных фондов формируется иначе в отличие от реальных инвестиций. Поэтому при определении этой суммы будущего денежного потока амортизационные отчисления исключаются. Существуют три основные теории оценки финансовых активов:

- фундаменталистская (ее сторонники считают, что любая ценная бумага имеет внутренне присущую ей ценность, которая может быть количественно оценена как дисконтированная стоимость будущих поступлений, создаваемых этой бумагой);
- технократическая (ее сторонники полагают, что для определения будущей стоимости конкретной ценной бумаги достаточно знать лишь динамику цены в прошлом);
- теория «хотьбы наугад», последователи которой также считают, что текущая стоимость гибко отражает всю релевантную²⁷ информацию, в том числе и относительно будущих ценных бумаг. Поскольку новая информация с одинаковой степенью вероятности может быть как «хорошей», так и «плохой», то невозможно с большей или меньшей определенностью предсказать измене-

²⁷ Релевантный [англ. relevant] — существенный.

ние стоимости (цены) в будущем, т. е. стоимость (цена) конкретного финансового инструмента меняется непредсказуемо и не зависит от предыдущей динамики.

Наиболее распространенной в зарубежной практике является фундаменталистская теория. В соответствии с этой теорией текущая рыночная стоимость ($C_{ф.и}$) любого финансового инструмента в общем виде может быть рассчитана по формуле

$$C_{ф.и} = \sum_{t=0}^T \frac{D_{ф.и t}}{(1+r)^t}, \quad (52)$$

где $D_{ф.и t}$ — ожидаемый денежный поток в t -м периоде (обычно год);
 r — норма дохода.

Следует отметить, что несмотря на складывающуюся на рынке определенную текущую стоимость, любой финансовый инструмент может иметь различную степень привлекательности для потенциального инвестора и, соответственно, различную условную ценность за счет влияния разных причин. Это могут быть и различная оценка денежных поступлений, и нормы дохода, и различные приоритеты в степени доходности и надежности и др.

2. Размер дисконтной (процентной) ставки, используемой при оценке настоящей стоимости будущего денежного потока, дифференцируется по отдельным финансовым инструментам, так как при оценке их инвестиционных качеств было показано, что уровень риска по ним существенно колеблется. Поэтому с учетом премии за риск ставка процента, используемая при дисконтировании денежного потока, должна быть дифференцирована.

Дифференциация ставки дисконта (процента) (в специальной литературе используется термин «*норма текущей доходности*») при определении настоящей стоимости будущего денежного потока по отдельным финансовым инструментам осуществляется с учетом следующих показателей: 1) ставки ссудного (кредитного) процента на региональном денежном рынке; 2) предполагаемого темпа инфляции в будущем периоде; 3) премии за инвестиционный риск по конкретным финансовым инструментам. Первые два показателя формируют ставку дисконта (норму текущей доходности по безрисковым финансовым инвестициям (например, по облигациям внутреннего государственного займа), которая может рассматриваться как единая основа для последующей дифференциации дисконтной (процентной) ставки по кон-

кретным финансовым инвестициям. Следовательно, ставка дисконта (норма текущей доходности) по конкретному финансовому инструменту (о чем шла речь при рассмотрении фактора риска капитальных активов в п. 4.4 настоящего пособия) определяется как сумма ставки дисконта (нормы текущей доходности) по безрисковым инвестициям и нормы премии за риск (риски повышения ставки ссудного процента, предполагаемого темпа инфляции, риск неплатежа и пр.). Уровень этих рисков определяет в конечном итоге степень дифференциации по отдельным финансовым инструментам. Так, норма дохода (процентной ставки) может устанавливаться инвестором следующими способами:

- по банковским депозитам, исходя из процента, выплачиваемого банком вкладчику за хранение его средств (R_b), и надбавки за риск инвестирования в данный финансовый инструмент (R_p):

$$r = R_b + R_p; \quad (53)$$

- по правительственным облигациям, исходя из процента, выплачиваемого по ним (R_o), и надбавки за риск (R_p):

$$r = R_o + R_p. \quad (54)$$

Таким образом, при расчете эффективности финансовых инструментов необходимо учитывать особенности формирования будущего денежного потока и дифференциации нормы дисконта (нормы текущей доходности, так называемой прибыли) по отдельным их видам. Данный подход к оценке финансовых инструментов называют *базовой (основной) моделью* их оценки.

Формирование суммы будущего денежного потока от конкретного вида финансового инструмента и размера дисконтной (процентной) ставки, используемой при оценке настоящей стоимости будущего денежного потока по отдельным их видам, имеет отличительные особенности. Они определяют разнообразие используемых *моделей оценки отдельного финансового инструмента* и сводятся прежде всего к определению *реальной стоимости, обеспечивающей получение ожидаемой нормы инвестиционной прибыли по нему*. Рассмотрим содержание этих моделей применительно к долговым и долевым финансовым инструментам.

По облигациям, сберегательным сертификатам и другим аналогичным долговым инструментам сумма будущего денежного потока скла-

дывается из сумм процентных поступлений по этим активам и стоимости самого актива на момент его погашения. Возможны следующие варианты формирования будущего денежного потока по данным видам финансовых инструментов:

- без выплаты процентов по финансовому инструменту;
- с периодической выплатой процентов по финансовому инструменту и погашением его в конце оговоренного срока;
- с выплатой всей суммы процентов по финансовому инструменту при погашении его в конце оговоренного срока.

По *акциям и инвестиционным сертификатам (долевым финансовым инструментам)* формирование суммы будущего денежного потока зависит от того, как предполагается использовать данный финансовый инструмент — в течение неопределенного периода времени или заранее оговоренного срока. В первом случае будущий денежный поток формируется только за счет сумм начисляемых дивидендов, во втором — будущий денежный поток включает суммы начисляемых дивидендов, суммы приобретения этого финансового инструмента и курсовой разницы по нему, т. е. разницы между его ценой на момент погашения и начальной ценой приобретения. В обоих вариантах формирования будущего денежного потока по акциям и инвестиционным сертификатам постоянным источником как показывает мировая практика выступают выплачиваемые дивиденды.

В то же время в зависимости от влияния разных факторов (условий обращения конкретных видов финансовых инструментов, стадии жизненного цикла развития компании-эмитента, проводимой дивидендной политики и др.) в будущем возникают всевозможные варианты изменения динамики уровня выплачиваемых дивидендов. При этом возможны три варианта формирования будущего денежного потока по данным видам финансовых инструментов (акции и инвестиционные сертификаты):

- со стабильным уровнем дивидендов;
- с постоянно возрастающим уровнем дивидендов;
- с непостоянным (изменяемым) уровнем дивидендов.

На примере акций и облигаций рассмотрим модели оценки реальной стоимости, используемые при определении их эффективности (табл. 13).

Таблица 13

Модели оценки реальной стоимости акций и облигаций, используемые при определении их эффективности

Акции		Облигации	
Со стабильным уровнем дивидендов	$C_a = \frac{D}{r}$	Без выплаты процентов	$C_o = \frac{N_o}{(1+r)^t}$
С постоянно возрастающим уровнем дивидендов	$C_a = \frac{D_o(1+T_d)}{r-T_d}$	С периодической выплатой процентов	$C_o = \sum_{t=1}^T \left(\frac{P_o}{(1+r)^t} + \frac{N_o}{(1+r)^t} \right)$
С непостоянным уровнем дивидендов	$C_a = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+r)^t}$	С выплатой всей суммы процентов при погашении	$C_o = \frac{N_o + P_t}{(1+r)^t}$

Примечание: C_a , C_o — соответственно, текущая рыночная стоимость акции, облигации; r — норма текущей доходности акции, облигации; D — годовая сумма постоянного дивиденда; D_o — сумма последнего выплаченного дивиденда; D_t — сумма дивидендов в t -м периоде; T_d — темп роста дивидендов; N_o — номинал облигации; P_o — сумма процента по облигации; P_t — сумма процентов по облигации, начисленная при погашении; t — число лет (или иных периодов), остающихся до погашения облигации.

Результаты оценки текущей рыночной стоимости и текущей доходности отдельных финансовых инструментов при определении их эффективности используются при их выборе и формировании инвестиционного портфеля.

6.3. Типы портфелей ценных бумаг и инвестиционных стратегий

Портфельная стратегия акционерной компании строится на основе включения в финансовый портфель максимального количества ценных бумаг. Она тесно связана с общими направлениями развития фондового рынка. В условиях активизации финансовых операций на вторичном рынке вопросы формирования портфеля ценных бумаг особенно актуальны, так как позволяют обеспечить конкретные интересы инвесторов.

Под **финансовым портфелем** понимается совокупность ценных бумаг, принадлежащих предприятию, различного срока погашения и неодинаковой ликвидности.

Теория портфеля предполагает оптимальное построение инвестиционной программы, которая позволяет предприятию при имеющемся в его распоряжении капитале получить ожидаемый доход при минимальном риске. **Портфель финансовых инвестиций** формируется на основе диверсификации вложений, означающий: чем большее количество ценных бумаг включено в портфель, тем более высокий доход в общем объеме даст рост одного из них.

Конкретные портфели могут иметь:

- односторонний целевой характер;
- сбалансированный характер, если имеется в виду, что в портфеле аккумулируются ценные бумаги, приобретенные для решения различных задач, и в целом его содержание соответствует балансу целей, которых придерживается инвестор;
- бессистемный характер, если на фондовом рынке России приобретение ценных бумаг осуществляется хаотично, без ясно выраженной цели, и если портфель носит разрозненный характер, то в данном случае риски владельца портфеля особенно велики.

Портфель может состоять из бумаг одного вида, а также изменять свой состав и структуру путем замещения одних ценных бумаг другими. С учетом характеристик видов ценных бумаг инвестор формирует свой финансовый портфель, соблюдая определенный баланс между существующими риском и доходностью за каждый период времени. **Тип портфеля** — обобщенная его характеристика с позиций задач, стоящих перед ним, или видов ценных бумаг, входящих в портфель. На практике существует следующая классификация портфелей: роста, дохода, рискованного капитала, сбалансированные, специализированные, стабильного капитала и дохода, краткосрочных ценных бумаг, долгосрочных ценных бумаг с фиксированным доходом, региональные и отраслевые, портфель иностранных ценных бумаг;

Портфель роста ориентирован на акции, быстро растущие на рынке курсовой стоимости, цель которого — увеличение капитала инвестора. Поэтому владельцу такого портфеля дивиденды могут выплачиваться в небольшом объеме.

Портфель дохода ориентирован на получение высоких текущих доходов. Отношение стабильно выплачиваемого дохода к курсовой стоимости ценных бумаг, входящих в такой портфель, растет немного медленнее, чем величина дохода (процента или дивиденда).

Портфель рискованного капитала состоит из ценных бумаг молодых компаний или предприятий «агрессивного» типа, выбравших стратегию быстрого расширения производства товаров (услуг) на основе современных технологий.

Сбалансированный портфель состоит из ценных бумаг с различными сроками обращения, цель которого — обеспечить регулярность поступления денежных средств по различным ценным бумагам.

Специализированный портфель означает ориентацию инвестора на вложение средств в специальные финансовые инструменты (фьючерсы и опционы).

Портфель краткосрочных ценных бумаг формируется исключительно из высоколиквидных финансовых инструментов, которые могут быть быстро реализованы.

Портфель долгосрочных ценных бумаг с фиксированным доходом ориентирован на частные долгосрочные облигации (со сроком обращения свыше пяти лет), а также акции других компаний.

Региональные и отраслевые портфели включают ценные бумаги, выпускаемые отдельными регионами (как частные, так и муниципальные), либо ценные бумаги компаний, участвующих в данной отрасли экономики и обеспечивающих высокую доходность по ним.

Портфель иностранных ценных бумаг предусматривает вложения только в финансовые инструменты частных иностранных компаний, составляющих основу инвестиционного портфеля.

Следует отметить, что инвесторы в России используют первые три типа портфелей (роста, дохода и рискованного капитала), так как они являются менее рискованными при выборе инвестиционной стратегии. По соотношению риска и дохода портфели подразделяются на следующие виды:

- **портфель агрессивного инвестора**, цель которого — получение значительного дохода при высоком уровне риска (выбираются ценные бумаги, курс которых существенно изменяется в результате краткосрочных вложений для получения высокой прибыли);
- **портфель умеренного инвестора** позволяет при заданном риске получать приемлемый доход;
- **портфель консервативного инвестора** предусматривает минимальные риски при использовании надежных, но медленно растущих по курсовой стоимости ценных бумаг. Гарантии получения дохода не поддаются сомнению, но сроки получения различны;

- **портфель стратегического инвестора**, целью которого является захват сферы влияния и установление контроля над собственностью путем приобретения паритетного пакета акций. Период инвестирования не ограничен.

В настоящее время портфельный доход получил широкое распространение на фондовом рынке России. Большинство предприятий использует этот метод для работы с частными инвесторами (в частности, из-за слабого развития рынка трастовых операций²⁸). Главную роль при этом играет информация, одинаково важная для принятия решений агентом (банком) и доверителем (клиентом). Особое внимание целесообразно уделить динамике курсовых колебаний (периодичность и величина среднеквадратичного отклонения), взаимосвязи происходящих изменений ситуации у эмитента и курсовых колебаний финансовых инструментов.

Портфельные инвестиции связаны с формированием портфеля и представляют собой приобретение ценных бумаг и других финансовых активов. Главная цель при формировании портфеля финансовых инвестиций состоит в достижении наиболее оптимального соотношения между риском и доходом. Основными этапами формирования портфеля ценных бумаг могут быть:

- выбор оптимального типа портфеля;
- оценка приемлемого сочетания риска и дохода;
- определение первоначального состава портфеля;
- выбор схемы дальнейшего управления портфелем.

В процессе работы по формированию портфеля ценных бумаг целесообразно учитывать фактор переоценки их стоимости, обусловленный изменчивостью конъюнктуры на фондовом рынке, а также финансового состояния эмитентов. В настоящее время разработаны минимальные стандарты, дающие представление о пороге безопасности и, следовательно, о способности компаний выполнять финансовые обязательства перед инвесторами. Они используются аналитиками для установления того минимального уровня, выше которого ценные бумаги считаются привлекательными. Стандартными показателями являются:

- обеспечение процентных платежей (процентное покрытие);
- способность компании погасить задолженность;

²⁸ *Трастовые операции* — хозяйственные операции на доверительной основе, имеют вид разных услуг, оказываемых банками своим клиентам и осуществляемых на основании учредительного трастового договора.

- отношение долга к акционерному капиталу;
- обеспечение долга активами;
- независимая оценка платежеспособности и др.

Определив инвестиционные качества ценных бумаг, инвестор обязан оценить такие факторы, как соотношение между рыночной ценой и доходностью, пригодность финансового инструмента для реализации целей портфеля, выгодность конвертируемости акций в облигации, налоговый аспект предстоящей покупки, возможные изменения ставки ссудного процента и др. После совершения покупки целесообразно осуществлять мониторинг своего портфеля финансовых инвестиций, а также компаний-эмитентов.

6.4. Концептуальный подход к управлению портфелем ценных бумаг акционерной компании

В условиях становления отечественного фондового рынка возникает необходимость определить методический подход к управлению портфелем ценных бумаг акционерных предприятий. Акционерное общество вправе привлекать денежные ресурсы за счет выпуска (эмиссии) ценных бумаг (пассивные операции) и вкладывать привлеченные средства в высокодоходные активы (активные операции). Цель таких операций — увеличение акционерного капитала и получение дополнительной прибыли.

Если вложения в ценные бумаги и привлеченные средства производятся на основе их выпуска партнером акционерного общества, то возникает проблема объединения его активов и пассивов в единое целое. Портфель ценных бумаг — совокупность аккумулируемых воедино инвестиционных ценностей, служащих инструментом для достижения конкретной цели владельца.

В портфель могут включаться ценные бумаги одного типа (акции) или нескольких типов финансовых инструментов (акции, облигации, депозитные сертификаты, векселя, залоговые свидетельства, страховой полис и т. д.). Формируя портфель, инвестор исходит из инвестиционной стратегии и добивается того, чтобы он был ликвидным, доходным и обладал небольшой степенью риска. Основные принципы формирования портфеля финансовых инвестиций: безопасность, доходность, ликвидность вложений, а также их рост.

Под безопасностью инвестиций имеются в виду страхование от возможных рисков и стабильность получения дохода. Безопасность достигается в ущерб доходности и росту вложений. *Под ликвидностью* понимается способность финансового актива быстро превращаться в деньги для приобретения недвижимости, товаров, услуг.

Ни одна инвестиционная ценная бумага не имеет всех перечисленных свойств, поэтому целесообразно выбирать «золотую» середину. Если ценная бумага надежна, то ее доходность будет низкой, так как покупатели надежных ценных бумаг будут предлагать за них реальную цену. Главная цель инвестора — достичь оптимального соотношения между риском и доходом. Оптимальный фондовый портфель — когда риск минимален, а доход вложений максимален.

Управление фондовым портфелем включает:

- формирование его состава и анализ структуры;
- регулирование его содержания для достижения поставленных перед фондовым портфелем целей при сохранении необходимого уровня минимизации связанных с ним расходов.

Цели портфельного инвестирования в западных корпорациях заключаются в следующем:

- получение дохода в виде процента (дисконта), дивиденда;
- сохранение акционерного капитала;
- обеспечение прироста капитала на основе курсовой стоимости финансовых инструментов, в частности, ценных бумаг.

Эти цели могут быть альтернативными и соответствовать различным типам и видам портфелей финансовых инструментов. Например, если ставится цель получения высокого процента, то предпочтение отдается «агрессивным портфелям», состоящим из низколиквидных и высокорисковых ценных бумаг молодых компаний, способных принести высокий доход в будущем. Наоборот, если наиболее важными для инвестора являются обеспечение сохранности и увеличение капитала, то в портфель включаются высоколиквидные ценные бумаги, которые эмитированы известными компаниями.

В нестабильной инвестиционной экономике России система целей управления портфелем может видоизменяться и выглядит следующим образом:

- сохранность и увеличение капитала в отношении ценных бумаг с растущей курсовой стоимостью;

- приобретение ценных бумаг, которые по условиям обращения могут заменить наличность (векселя);
- доступ через приобретение ценных бумаг к дефицитной продукции, имущественным и неимущественным правам;
- расширение сферы влияния и перераспределения собственности, создание холдингов, финансово-промышленных групп и иных предпринимательских структур;
- спекулятивная игра на колебаниях курсов в условиях нестабильности фондового рынка;
- производные цели (предварительное исследование рынка с целью определения шансов на успех, страхование от излишних рисков путем приобретения государственных краткосрочных облигаций с гарантированным доходом и т. д.).

К портфелю финансовых инструментов предъявляются определенные требования.

Во-первых, выбор оптимального портфеля из двух возможных вариантов: 1) портфель, ориентированный на первоочередное получение дохода за счет процентов и дивидендов; 2) портфель, ориентированный на преимущественный прирост курсовой стоимости входящих в него ценных бумаг.

Во-вторых, установление наиболее выгодного для себя сочетания риска и дохода портфеля, т. е. удельного веса ценных бумаг с различными уровнями дохода и риска. Данная задача решается с учетом общего правила, действующего на фондовом рынке, — чем более высокий потенциальный риск имеет ценная бумага, тем более весомый доход она должна приносить владельцу, и наоборот.

В-третьих, оценка ликвидности портфеля, рассматриваемая с двух позиций: с одной стороны, как способность быстрого превращения всего портфеля или его части в денежные средства (с минимальными расходами на реализацию ценных бумаг) и с другой стороны, как способность акционерного общества своевременно погашать свои обязательства перед кредиторами, которые участвовали в формировании портфеля ценных бумаг (например, перед владельцами облигаций).

В-четвертых, определение первоначального состава портфеля и его возможного изменения с учетом конъюнктуры, сложившейся на рынке финансовых инструментов (спроса и предложения фондовых ценностей). С учетом структуры фондового портфеля инвестор может быть агрессивным и консервативным. Агрессивный инвестор стре-

мится получить максимальный доход от своих вложений, поэтому приобретает акции промышленных акционерных компаний (корпораций). Консервативный инвестор приобретает главным образом облигации и краткосрочные ценные бумаги, имеющие небольшую степень риска (табл. 14).

Таблица 14

Структура фондового портфеля различных инвесторов, %

Виды ценных бумаг	Портфель агрессивного инвестора	Портфель умеренного инвестора	Портфель консервативного инвестора
Акции	70	45	20
Облигации	20	35	50
Краткосрочные бумаги	10	20	30
Всего	100	100	100

В-пятых, выбор стратегии дальнейшего управления фондовым портфелем. При этом возможны разные варианты.

1. Каждому виду ценных бумаг отводится определенный фиксированный удельный вес в фондовом портфеле, который стабилен в течение времени (например, месяца). Поскольку на фондовом рынке происходят колебания курсовой стоимости ценных бумаг, целесообразно периодически пересматривать состав портфеля, чтобы сохранить выбранные соотношения между инвестиционными ценными бумагами.

2. Инвестор придерживается гибкой шкалы удельных весов ценных бумаг в общем портфеле. Первоначально он образуется из определенных весовых соотношений между видами ценных бумаг. В последующем весовые соотношения корректируются исходя из анализа деловой ситуации на фондовом рынке и ожидаемых изменений характера спроса на ценные бумаги.

3. Инвестор активно использует опционные и фьючерсные контракты для изменения состава портфеля финансовых инструментов в благоприятном для себя направлении изменения цен на фондовом рынке.

В процессе инвестиционной деятельности могут меняться цели вкладчика, что приводит к изменению портфеля. Обновление портфеля сводится к пересмотру соотношения между доходностью и риском входящих в него ценных бумаг.

По результатам анализа принимается решение о продаже определенных видов ценных бумаг. Инвестиционная ценная бумага продается, если:

- не принесла требуемый инвестору доход и не ожидается ее роста в будущем;
- выполнила возложенную на нее функцию;
- появились более доходные сферы вложения собственных денежных средств.

6.5. Методы леввериджа при решении задач эффективного и безопасного варианта инвестирования финансовых средств в ценные бумаги организаций-эмитентов

Левверидж — это 1) соотношение вложений капитала в ценные бумаги с фиксированным доходом (облигации, привилегированные акции) и вложений в ценные бумаги с нефиксированным доходом (обыкновенные акции); 2) соотношение запасов товаров и суммы капитала; 3) отношение капитала компании к заемным средствам. Исходя из этих понятий можно отметить, что *левверидж* — показатель, характеризующий соотношение различных видов пассивов или затрат. Различают *финансовый левверидж* (характеризующий соотношение собственных и заемных средств в используемых инвестиционных ресурсах) и *операционный (оперативный) левверидж* (характеризующий соотношение постоянных и переменных затрат). Что касается инвестирования финансовых средств в ценные бумаги организаций-эмитентов, то при покупке ценных бумаг (акций и облигаций) одного эмитента инвестору необходимо исходить из принципа финансового леввериджа (ФЛ), который представляет собой соотношение между облигациями и префакциями²⁹, с одной стороны, и обыкновенными акциями — с другой.

²⁹ *Префакции* — разновидность преференциальных (особо льготных, предпочтительных), привилегированных акций. Есть различные *виды* префакций: прямые, конвертируемые, невозвратные, в отношении дивидендов, ретрективные, а также префакции с плавающим курсом и с участием.

Префакции прямые — акции с обычными префакциями в отношении активов и дивидендов. Рыночная цена их снижается, когда растет уровень процента, и наоборот. С точки зрения инвесторов, префакции прямые обеспечивают: большую надежность инвестиций, чем обычные акции (из-за преференции); налоговые льготы (через дивидендный налоговый кредит); меньшую надежность, чем облигации, так как компания не обязана выплачивать дивиденд; фиксированный доход; неучастие

$$\text{ФЛ} = \frac{\text{облигации} + \text{префакции}}{\text{обыкновенные акции}}. \quad (55)$$

Финансовый левиридж является показателем финансовой устойчивости акционерного общества, что отражается и на доходности портфельных (финансовых) инвестиций. Высокий уровень данного портфеля (свыше 0,5) опасен для акционерной компании, так как приводит к ее нестабильности.

Пример. Акционерное общество (АО) эмитировало 20-процентные облигации на 30 млн р., префакции на 6 млн р. с фиксированным дивидендом — 30% и обыкновенные акции — на 54 млн р. Акции акционерной компании имеют высокий уровень левириджа. Тогда $\text{ФЛ} = (30 + 6)/54 = 0,67$.

в голосовании; бессрочность инвестиций в облигации; худшую ликвидность, так как префакций меньше, чем обычных акций; только лицевую стоимость или заранее объявленную цену плюс небольшую премию.

Префакции конвертируемые — акции, свободно обмениваемые на другие (чаще всего обычные) классы по заранее обговоренной цене. Конверсионная цена устанавливается с незначительным (10–15%) превышением над рыночной ценой обычных акций. Все привилегии, связанные с конверсией, ликвидируются через определенное время (5–12 лет) после выпуска. Большинство таких префакций возвратно. Компания вправе объявить вынужденную конверсию лишь тогда, когда руководство убеждено, что погашение префакций путем выпуска обычных акций будет выгодным.

Префакции невозвратные — преференциальные акции, которые нельзя погасить до тех пор, пока существует корпорация, которая их выпустила. Это считается недостатком, поэтому такие виды акций в настоящее время почти не выпускаются.

Префакции в отношении дивидендов — привилегия держателей префакций получать фиксированный дивиденд, выплачиваемый из выручки раньше, чем дивиденды по обычным акциям.

Преференции ретрекативные — преференциальные акции, держатели которых могут заставить компанию погасить акции в нужный момент по определенной цене, используя для этого свою привилегию изъятия, предъявив компании акции для погашения. Держатель обязан известить компанию о сроке изъятия заранее.

Префакции с плавающим (переменным) курсом — акции, у которых дивидендные платежи меняются в зависимости от колебания уровня процента: если он растет, то растет и дивиденд, и наоборот. Такие префакции выпускаются на рынок тогда, когда сложно реализовать прямые префакции.

Префакции с участием — преференциальные акции, которые предусматривают участие держателя в прибыли компании дополнительно к дивидендам, причитающимся по ним.

Чистая прибыль АО равна 10 млн р. и используется следующим образом:

- а) на уплату процентов по облигациям — 6 млн р. ($30 \cdot 0,2$);
- б) уплату дивидендов по префакциям — 1,8 млн р. ($6 \cdot 0,3$);
- в) дивиденды по обыкновенным акциям остается только 2,2 млн р. ($10,0 - 6,0 - 1,8$).

Если чистая прибыль АО снизится до 6 млн р., то оно не сможет выплачивать дивиденды по префакциям и обыкновенным акциям. Дальнейшее падение прибыли приведет к недостатку средств для выплаты процентов по облигациям. В этом заключается опасность обыкновенных акций с высоким уровнем левериджа и проявляется финансовая неустойчивость тех акционерных компаний, у которых имеется значительная сумма долга в виде облигаций и префакций, что на практике часто приводит к банкротству. Поэтому консервативный инвестор обычно избегает покупки высокорискованных ценных бумаг.

Распространенным методом снижения риска потерь инвестора служит диверсификация портфеля, т. е. приобретение им различных видов ценных бумаг. Риск существенно снижается, когда акции АО распределяются между множеством видов ценных бумаг. Диверсификация понижает риск за счет того, что возможные низкие доходы по одним ценным бумагам будут компенсированы высокими доходами по другим финансовым инструментам. Минимизация риска достигается за счет того, что в фондовый портфель включаются ценные бумаги широкого круга отраслей хозяйства.

Средства, полученные организациями (предприятиями) с фондового рынка, используются на следующие цели:

- 1) средства, полученные от первичного выпуска акций, направляются на формирование уставного капитала, предусмотренного учредительными документами акционерного общества;
- 2) средства, поступившие от дополнительной эмиссии акций, направляются на увеличение уставного капитала, предусмотренного учредительными документами;
- 3) средства, вырученные от продажи корпоративных ценных облигаций, могут быть направлены на финансирование реальных активов (приобретение оборудования и др.), нематериальных активов (патентов, лицензий, программного продукта и т. д.), а также на приобретение высокодоходных ценных бумаг других эмитентов. Общество вправе выпускать облигации трех типов:

обеспеченные залогом определенного имущества; под обеспечение, предоставленное обществу третьими лицами; без обеспечения имуществом. Выпуск облигаций без обеспечения допускается не ранее третьего года деятельности общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов. Облигации могут быть именными и на предъявителя. При выпуске именных облигаций общество обязано вести реестр их владельцев. Следует иметь в виду, что выпуск облигационного займа увеличивает активы, но не повышает величину уставного капитала общества;

- 4) средства, полученные в виде государственных краткосрочных облигаций, служат платежным средством во взаимоотношениях с партнерами, а также источником получения дополнительного дохода;
- 5) средства, поступившие как доходы по депозитным счетам и облигационным займам, могут быть направлены на пополнение оборотного капитала (приобретение товарно-материальных ценностей);
- 6) средства, полученные как эмиссионный доход общества, служат источником формирования добавочного капитала (наряду с дооценкой основных средств).

Следовательно, средства, полученные предприятиями с фондового рынка, повышают их финансовую устойчивость, улучшают ликвидность баланса и платежеспособность хозяйствующих субъектов.

Контрольные вопросы и задания

1. Что собой представляют финансовые инвестиции, финансовые инструменты? Какова взаимосвязь между финансовыми инвестициями и ценными бумагами? Какое понятие шире?
2. Назовите критерии оценки инвестиционных качеств финансовых инструментов, преимущества и недостатки вложений в некоторые из них.
3. Какими методами проводятся исследования по анализу инвестиционных качеств ценных бумаг? Поясните их сущность.
4. Дайте определение рейтинга эмиссионных ценных бумаг.

5. Сформулируйте критерии рейтинговой оценки акций и облигаций.
6. Назовите типы инвесторов. Какие организации и предприятия предпочтительнее для различных типов инвесторов при выборе ценной бумаги?
7. Как осуществляется расчет эффективности финансовых инвестиций?
8. Назовите основные теории оценки финансовых активов. Какая из них является наиболее распространенной и почему?
9. Как определяется текущая стоимость отдельных финансовых инструментов?
10. Раскройте сущность основной модели оценки финансовых активов.
11. Как определяется размер дисконтной ставки, используемой при оценке настоящей (текущей) стоимости будущего денежного потока?
12. Назовите типы портфелей ценных бумаг и охарактеризуйте их.
13. Какие виды портфелей финансовых инструментов выделяют по соотношению риска и дохода?
14. Назовите этапы формирования портфеля ценных бумаг и стандартные показатели по выбору ценных бумаг, когда они становятся привлекательными.
15. Что собой представляет левверидж? Назовите его виды.
16. Раскройте понятие «префакции» и какие виды их различают?
17. Назовите методы снижения (минимизации) риска потерь инвестора.
18. На какие цели используются средства, полученные организациями (предприятиями) с фондового рынка?

Глава 7

Формирование и оценка инвестиционного портфеля

7.1. Понятие и классификация инвестиционного портфеля

Инвестиционная деятельность хозяйствующего субъекта (организации, предприятия) связана с формированием инвестиционного портфеля, включающего различные формы, виды инвестиций. Процесс формирования инвестиционного портфеля связан с подбором определенной совокупности объектов инвестирования для осуществления инвестиционной деятельности. Теория инвестиционного портфеля исходит из того, что при осуществлении инвестиционной деятельности инвесторы могут вкладывать средства не в один, а несколько объектов инвестирования, формируя тем самым некую их совокупность, обеспечивая новое инвестиционное качество с заданными характеристиками. Отсюда следует, что инвестиционный портфель выступает как инструмент, посредством которого достигается требуемая доходность при минимальном риске и определенной ликвидности.

Инвестиционный портфель представляет собой целенаправленно сформированную совокупность объектов реального и финансового инвестирования, предназначенных для осуществления инвестиционной деятельности в соответствии с разработанной инвестиционной стратегией предприятия.

Тип и структура инвестиционного портфеля в существенной степени зависят от объекта инвестирования, системы целей инвестиционной стратегии организации (предприятия). В зависимости от направленности выбранной инвестиционной стратегии определяются

ее цели, в качестве которых могут быть: максимизация роста капитала, дохода, минимизация риска (консервативные инвесторы), обеспечение требуемой ликвидности портфеля. В зависимости от степени достижения целей инвестиционной стратегии инвестор определяет их приоритетность, полностью или не полностью соответствующие выбранной инвестиционной стратегии организации (предприятия).

Суть портфельного инвестирования состоит в улучшении его возможностей путем придания инвестиционных качеств объектам инвестирования, которые недостижимы с точки зрения отдельно взятого объекта, а возможны только при их сочетании. Структура инвестиционного портфеля как раз и отражает определенное сочетание интересов инвестора. Далее приведена классификация инвестиционного портфеля организации (предприятия) по основным его признакам.

Классификация инвестиционного портфеля организации (предприятия)

Классификационный признак	Виды инвестиционного портфеля
По объектам инвестиций	Портфель реальных инвестиций. Портфель ценных бумаг. Портфель финансовых вложений в банковские депозиты. Портфель инвестиций в оборотный капитал
В соответствии с инвестиционной стратегией организации (предприятия)	Портфель роста (формируется за счет объектов инвестирования, обеспечивающих достижение высоких темпов роста капитала; соответственно, высок уровень риска). Портфель дохода (формируется за счет объектов инвестирования, обеспечивающих высокие темпы роста дохода на вложенный капитал). Консервативный портфель (формируется за счет мало рискованных инвестиций, обеспечивающих, соответственно, более низкий темп роста дохода и капитала, чем в портфелях роста и дохода)
По степени достижения целей инвестиционной стратегии организации (предприятия)	Сбалансированный портфель (полностью соответствует инвестиционной стратегии организации, предприятия). Несбалансированный портфель (не полностью соответствует инвестиционной стратегии организации, предприятия)

Инвестиционный портфель организации (предприятия) является, с одной стороны, целостным объектом управления, несмотря на разнообразие его составляющих. С другой стороны, инвестиционный портфель организации (предприятия) включает несколько относительно самостоятельных портфелей, отличающихся *видами объектов инвестирования* и методами управления ими: портфель реальных инвестиционных проектов; портфель финансовых инвестиций в ценные бумаги (так называемые портфельные инвестиции), фондовый портфель; портфель прочих финансовых инвестиций (банковские депозиты, сберегательные и депозитные сертификаты и пр.); инвестиции в оборотные средства организации (предприятия).

В то же время это не исключает возможность формирования *смешанных портфелей*, состоящих из различных самостоятельных их видов. Например, инвестиционный портфель банка может включать портфели: инвестиционных проектов, кредитов, ценных бумаг, недвижимости, вложений в драгоценные металлы, прочие объекты инвестирования. Инвестиционный портфель предприятия, фирмы, как правило, может включать портфели: реальных инвестиций, ценных бумаг, прочих финансовых инвестиций (сберегательные и депозитные сертификаты, залоговые свидетельства и др.).

В соответствии с инвестиционной стратегией организации (предприятия) выделяют: портфель роста; портфель дохода; консервативный портфель. Кроме того, в данной классификации выделяют также *портфель высоколиквидных объектов инвестирования*, предполагающий возможность быстрой трансформации портфеля в денежные средства без существенных потерь стоимости. Данные виды портфелей в свой состав также могут включать их разновидности.

По степени достижения целей инвестиционной стратегии организации (предприятия) выделяют сбалансированные и несбалансированные портфели. **Портфель сбалансированный** — совокупность деятельности организации (предприятия), обеспечивающей ей (ему) возможность оптимального сочетания доходности, надежности и ликвидности. **Портфель несбалансированный** — это такой портфель, для которого характерно несоответствие его структуры или состава входящих в него инвестиционных объектов намеченным целям, поставленным при формировании данного портфеля.

Таким образом, основной целью формирования инвестиционного портфеля является обеспечение реализации инвестиционной страте-

гии организации (предприятия) путем отбора наиболее эффективных и безопасных реальных инвестиционных проектов и финансовых инструментов.

7.2. Принципы и этапы формирования инвестиционного портфеля

В соответствии с теорией и практикой инвестирования формирование инвестиционного портфеля базируется на нескольких основополагающих принципах³⁰, основные из них с краткой характеристикой приведены на с. 192–193.

Сформулированные принципы направлены на упорядочение процесса формирования инвестиционного портфеля организации, определяют поведение инвесторов. Их ясное видение позволяет выявлять «узкие» места вновь формируемых инвестиционных портфелей и реально судить о степени соответствия тех или иных процессов этим принципам.

Формирование инвестиционного портфеля и управление им включает несколько этапов, основные из которых следующие:

Основные принципы формирования инвестиционного портфеля организации

Принцип	Характеристика
Принцип обеспечения реализации инвестиционной стратегии	Формирование инвестиционного портфеля должно быть взаимосвязано с долгосрочными, среднесрочными и текущими целями инвестиционной стратегии организации, обеспечивая их преемственность при планировании инвестиционной деятельности
Принцип обеспечения соответствия портфеля инвестиционным ресурсам	Этот принцип означает соответствие инвестиционного портфеля организации по структуре и объему располагаемыми ею инвестиционным ресурсам для обеспечения финансовой устойчивости организации и ликвидности ее баланса
Принцип оптимизации соотношения доходности и риска	Соблюдение определенных инвестиционной стратегией организации пропорций между доходом и риском инвестиций, оптимизация их соотношения с целью недопущения существенных финансовых потерь и ущерба

³⁰ *Принцип* (от лат. *principium* – начало) — это основное, исходное положение какой-либо теории, учения, науки и т. п.

Принцип	Характеристика
Принцип оптимизации соотношения доходности и ликвидности	Соблюдение определенных инвестиционной стратегией организации пропорций между доходом и ликвидностью инвестиций, оптимизация их соотношения для обеспечения финансовой устойчивости и платежеспособности организации
Принцип обеспечения управляемости портфелем	Этот принцип означает ограниченность инвестиций по составу и объему в соответствии с возможностями организации по отслеживанию доходности, риска, ликвидности инвестиций и своевременной диверсификации ³¹ инвестиционного портфеля

1. **Формулирование главной цели** (обеспечение реализации инвестиционной стратегии предприятия путем подбора наиболее доходных и безопасных объектов инвестирования) и системы основных целей создания портфеля (обеспечение высоких темпов роста капитала организации и ее доходов, обеспечение минимизации рисков инвестиций, обеспечение достаточной ликвидности инвестиционного портфеля организации и т. п.) и определение системы приоритетов в целях (например, что важнее — регулярные дивиденды или рост курсовой стоимости акций), задание уровней приемлемых рисков, размеров ожидаемой прибыли и возможных отклонений от нее и пр. Система целей и приоритетов формируется с учетом сложившихся условий инвестиционного климата в стране и конъюнктуры рынков.

2. **Оптимизация пропорций** различных видов инвестиций в рамках всего инвестиционного портфеля с учетом объемов и видов инвестиционных и финансовых ресурсов.

3. **Выбор конкретных реальных проектов, типов и видов ценных бумаг, других финансовых инвестиций** для включения в инвестиционный портфель; оценка инвестиционной привлекательности и ин-

³¹ *Диверсификация* (от лат. *diversus* — разный и *facere* — делать) — распределение инвестируемых и ссужаемых (дать в долг, предоставить в качестве ссуды) денежных капиталов между различными объектами вложений с целью снижения риска возможных потерь капитала или доходов от него.

Диверсификация вложений в ценные бумаги — процесс формирования инвестором портфеля ценных бумаг путем распределения капитала между различными видами ценных бумаг. Принято ограничивать инвестиции в каждый вид ценных бумаг 10 % общей стоимости портфеля. Различают диверсификацию ценных бумаг по виду ценных бумаг, по сферам (отраслям) экономики, регионам и странам, по сроку погашения (по облигациям).

вестиционных качеств объектов инвестирования и формирование оптимального портфеля. В инвестиционный портфель должны включаться объекты с различными уровнями риска и дохода (так, основным принципом фондового рынка является то, что финансовые инструменты, обладающие более высоким потенциальным доходом, как правило, имеют более высокий уровень потенциального риска, и наоборот). Основными критериями включения объектов в инвестиционный портфель являются соотношения доходности, риска и ликвидности объектов инвестиций.

4. Мониторинг эффективности инвестиционного портфеля с целью его диверсификации по мере изменения доходности и иных основополагающих параметров отдельных составляющих, оценка доходности, риска и ликвидности инвестиционного портфеля и его отдельных составляющих.

5. Управление инвестиционным портфелем (продажа и приобретение взамен различных финансовых инструментов, продажа недвижимости и нематериальных активов, работа с реальными инвестициями и пр.) для повышения (или стабилизации) доходности, безопасности и ликвидности его состава.

7.3. Методы сравнительной оценки и выбора объектов инвестиций

Формирование инвестиционного портфеля организации осуществляется в предположении, что с одной стороны, общий объем инвестиционных ресурсов организации ограничен, а с другой — имеется ряд объектов инвестиций (проектов), по отдельности удовлетворяющих условиям доходности и по общему объему превышающих имеющийся объем инвестиций, т. е. возникает задача выбора некоторых объектов инвестиций из всего их набора. Требуется составить портфель инвестиций, обеспечивающий максимально возможный прирост капитала организации и/или соответствующий иным критериям.

Описанная ситуация может также возникнуть в таких случаях как определение направлений развития крупных организаций, предприятий, вплоть до направления развития отрасли; проведение конкурсов инвестиционных проектов; формирование кредитного портфеля

для крупного инвестора; поиск перспективных направлений вложений средств для инвестора, входящего на новый рынок.

Следовательно, задача не имеет прямого аналитического решения.

На практике оценка инвестиционных решений ведется по всем показателям, причем ранжирование объектов и формирование портфеля осуществляется на основе различных методов, включая следующие:

1. Метод выбора по Парето, когда наилучшим считается тот объект инвестиций, для которого нет ни одного объекта по критериальным показателям не хуже указанного, а хотя бы по одному показателю — лучше.

2. Метод выбора по Борда, при котором объект инвестиций ранжируется по значениям каждого показателя в порядке убывания с присвоением соответствующего значения ранга, а затем подсчитывается суммарный ранг для каждого объекта инвестиций. Наилучшим считается объект с максимальным значением суммарного ранга.

3. Метод выбора по удельным весам показателей, при котором сами критериальные показатели ранжированы по значимости для инвестора. Каждому критериальному показателю присваивается удельное значение веса (в долях единицы) при сумме весов всех показателей, равной 1. Значения рангов показателей для каждого проекта взвешиваются по удельным весам самих показателей и суммируются. Результирующие ранги сравниваются между собой, и лучшим считается объект инвестиций с наибольшим значением такого взвешенного ранга.

4. Методы линейного программирования — наиболее сложная группа методов, с помощью которых решается задача максимизации доходности портфеля при заданных ограничениях.

Рассмотрим данные методы сравнительной оценки и выбора объектов инвестиций на примере инвестиционных проектов.

Если из пакета проектов необходимо выбрать несколько лучших, общая сумма финансирования по которым соответствует инвестиционным возможностям инвестора, применяется *правило выбора по Парето*. Согласно правилу Парето, как было отмечено выше, лучшим является тот вариант, для которого нет другого по всем показателям не хуже, а хотя бы по одному показателю лучше.

Рассмотрим 5 проектов со следующими значениями основных показателей: чистого дисконтированного дохода (NPV), индекса доходности (PI), внутренней нормы доходности (IRR), срока окупаемости (PP), рентабельности инвестиций (RI). Исходные данные и выбор наилучшего варианта ИП по правилу Парето представлены в табл. 15–17.

Таблица 15

Таблица значений показателей (правило Парето)

Наименование проекта	<i>NPV</i> , тыс. долл.	<i>PI</i>	<i>IRR</i> , %	<i>PP</i> , лет	<i>RI</i> , %
А	900	1,10	25	2,0	27
В	800	1,15	40	1,5	30
С	1000	1,20	30	1,8	35
Д	1010	1,25	20	1,0	25
Е	300	1,40	15	1,2	20

Таблица 16

Таблица ранжирования проектов (правило Парето)

Значение ранга	<i>NPV</i> , тыс. долл.	<i>PI</i>	<i>IRR</i> , %	<i>PP</i> , лет	<i>RI</i> , %
1	Д	Е	В	Д	С
2	С	Д	С	Е	В
3	А	С	А	В	А
4	В	В	Д	С	Д
5	Е	А	Е	А	Е

Для удобства рассмотрения составим таблицы предпочтений, в которых сравниваются все инвестиционные проекты попарно так, что в таблице для проекта В (обозначение в верхнем левом углу) в клетку пересечения строчки *NPV* и столбца С ставится «+», если значение *NPV* по проекту В больше, чем по проекту С, знак «-», если меньше, и знак «0», если значения равны (табл. 17).

Принимая во внимание приведенное выше определение правила выбора по Парето, в настоящем случае инвестиционный проект выбирается (выигрывает у других вариантов), если в таблице, составленной для него, нет ни одного столбца, в котором отсутствует знак «-». Наличие в таблице для проекта С столбца А, не имеющего ни одного знака «-», означает, что проект С имеет по всем показателям лучшие значения, чем проект А. В рассматриваемом случае только для проекта А есть проект, имеющий преимущество, поэтому по правилу Парето выбираются все проекты, кроме А.

Надо заметить, что алгоритм построения таблиц предпочтений не представляет никакой сложности для реализации на компьютере, и это существенно упрощает применение правила на практике.

Таблица 17

Таблицы предпочтений (правило Парето)

A	B	C	D	E
<i>NPV</i>	+	–	–	+
<i>PI</i>	–	–	–	–
<i>IRR</i>	–	–	+	+
<i>PP</i>	–	–	–	–
<i>RI</i>	–	–	+	+

B	A	C	D	E
<i>NPV</i>	–	–	–	+
<i>PI</i>	+	–	–	–
<i>IRR</i>	+	+	+	+
<i>PP</i>	+	+	–	–
<i>RI</i>	+	–	+	+

C	A	B	D	E
<i>NPV</i>	+	+	–	+
<i>PI</i>	+	+	–	–
<i>IRR</i>	+	–	+	+
<i>PP</i>	+	–	–	–
<i>RI</i>	+	+	+	+

D	A	B	C	E
<i>NPV</i>	+	+	+	+
<i>PI</i>	+	+	+	–
<i>IRR</i>	–	–	–	+
<i>PP</i>	+	+	+	+
<i>RI</i>	–	–	–	+

E	A	B	C	D
<i>NPV</i>	–	–	–	–
<i>PI</i>	+	+	+	+
<i>IRR</i>	–	–	–	–
<i>PP</i>	+	+	+	–
<i>RI</i>	–	–	–	–

Правила выбора по Парето нередко дают больше выигрышных значений, чем это необходимо. В таких случаях применяется более строгое правило выбора — *правило выбора по Борда*.

Согласно этому правилу, варианты ранжируются по каждому показателю в порядке убывания с присвоением им соответствующих значений ранга, затем подсчитывается суммарный ранг по каждому из рассматриваемых проектов. Победителями процедуры выбора становятся инвестиционные проекты с максимальным значением суммарного ранга.

Для иллюстрации применения правила возьмем пример, который уже использовался при рассмотрении правила Парето (см. табл. 15).

Для применения правила Борда вводится специальный столбец в таблице ранжирования проектов (табл. 18), значения в котором соответствуют рангу строки. Таким образом, инвестиционный проект,

имеющий наилучшее значение по какому-либо показателю, имеет по данному показателю ранг «5», а ранг «1» соответствует наихудшему значению.

Таблица 18

Таблица ранжирования проектов (правило Борда)

Ранг	<i>NPV</i>	<i>PI</i>	<i>IRR</i>	<i>PP</i>	<i>RI</i>
5	D	E	B	D	C
4	C	D	C	E	B
3	A	C	A	B	A
2	B	B	D	C	D
1	E	A	E	A	E

Составим таблицу рангов по всем инвестиционным проектам (табл. 19).

Таблица 19

Таблица рангов проектов (правило Борда)

ранг	<i>NPV</i>	<i>PI</i>	<i>IRR</i>	<i>PP</i>	<i>RI</i>	Сумма
A	3	1	3	1	3	11
B	2	2	5	3	4	16
C	4	3	4	2	5	18
D	5	4	2	5	2	18
E	1	5	1	4	1	12

Наилучшими при выборе, согласно правилу Борда, являются варианты, набравшие наибольшее количество очков. Как мы видим, наибольшие суммы имеют два инвестиционных проекта — С и D, которые и являются в рассматриваемом случае победителями выбора.

При необходимости проведения нескольких туров выбора победители туров удаляются, после чего процедура проводится повторно. Для правила Борда это означает необходимость проведения нового ранжирования, так как распределение рангов после удаления из рассмотрения некоторых вариантов может измениться.

Надо отметить, что процедура выбора может включать в себя комбинированные методы. Для этого выбор проводится в несколько этапов, на каждом из которых применяется одно из правил с последующим исключением выбранных вариантов из дальнейшего рассмотрения. В описанные выше методы выбора могут быть включены и другие по-

казатели, например, совокупный показатель риска по инвестиционному проекту или показатель кредитного рейтинга заемщика.

В случае, когда выбор проекта обусловлен диверсификацией кредитного портфеля, в процедуру выбора можно включить показатель, отражающий изменение уровня риска портфеля при добавлении данного инвестиционного проекта, например, значение корреляции дохода по проекту с доходом портфеля. При рациональном использовании капитала, если суммы необходимого финансирования по инвестиционным проектам имеют существенное (для инвестора) различие, имеет смысл ввести в процедуру выбора показатель, характеризующий величину необходимых по проекту инвестиций. При построении показателя необходимо учитывать, что чем меньше требуется вложений, тем лучше для инвестора, имеющего ограничения по общей сумме инвестиций.

Постановка задачи формирования инвестиционного портфеля методами *линейного программирования* имеет следующий вид:

Пусть имеется L объектов предполагаемых инвестиций объемов I_i ($i = 1 \dots L$) с соответствующими показателями эффективности — NPV_i , PI_i , IRR_i , PP_i , а также прочими показателями объектов, являющимися критериальными для организации. Предполагается, что общий объем предполагаемых инвестиций организации меньше, чем совокупный объем инвестиций в предполагаемые объекты, что означает необходимость выбора комплекта объектов из всего множества рассматриваемых объектов.

Пусть также имеется набор ограничений, включающих:

- общий объем инвестиций организации (предприятия) I_n , выделенных на формирование инвестиционного портфеля;
- цену капитала организации (предприятия) $СК$;
- удовлетворяющий организацию (предприятие) минимальный уровень чистого дисконтированного дохода от всего объема выделяемых инвестиций NPV_n ;
- требуемую норму доходности (r) или цену капитала, выделяемого на финансирование инвестиций $СС$ ($СК$);
- установленный организацией (предприятием) предельный уровень доходности объекта инвестиций PI ;
- установленный организацией (предприятием) предельный уровень срока окупаемости инвестиций PP_n ;
- прочие критериальные показатели, существенные для организации (предприятия).

На первом этапе следует ранжировать объекты инвестиций методами, приведенными выше. Предположим, что объекты ранжированы в порядке убывания инвестиционной привлекательности (например, в порядке убывания чистого дисконтированного дохода NPV или индексов доходности PI).

Требуется сформировать инвестиционный портфель организации (предприятия), который обеспечивает максимизацию минимального индекса доходности объектов инвестиционного портфеля

$$\text{Min } (PI_i) \rightarrow \text{Max} \quad (56)$$

при выполнении условий:

- объем инвестиций по объектам, включенным в инвестиционный портфель, не превышает общего объема выделенных средств

$$\sum I_i \leq I_n; \quad (57)$$

- суммарный чистый дисконтированный доход инвестиционного портфеля не меньше установленной организацией (предприятием) величины

$$\sum (NPV_i) \geq NPV_n; \quad (58)$$

- минимальная внутренняя норма доходности по объектам (IRR), включенным в инвестиционный портфель не меньше установленной предприятием нормы дисконта r , или не меньше цены капитала организации (предприятия) или цены капитала, выделенного на инвестиции, соответственно

$$\text{Min } (IRR_i) \geq r \text{ (или } CK, CC); \quad (59)$$

- максимальный срок окупаемости (PP_i) по объектам, включенным в инвестиционный портфель, не больше установленного организацией (предприятием) ограничения

$$\text{Max } (PP_i) \leq PP_n. \quad (60)$$

В реальной практике формирования инвестиционного портфеля могут быть дополнительные условия, а также отсутствовать имеющиеся, например по срокам окупаемости.

Алгоритм решения представленной задачи заключается в том, что при формировании инвестиционного портфеля в него включаются последовательно объекты в порядке убывания ранга объекта до тех

пор, пока они могут инвестироваться в полном объеме при выполнении установленных ограничений. Если при рассмотрении очередного объекта инвестиций он не может быть профинансирован в полном объеме, то рассматривается вариант его дробления с тем, чтобы организация (предприятие) реализовала часть объекта. Если это невозможно, то в портфель может включаться следующий объект за рассмотренным, и так до тех пор, пока объем инвестиций не будет исчерпан.

Возможен вариант рассмотрения различных комбинаций объектов инвестиций при небольшом их общем количестве. В этом случае рассматриваются все возможные сочетания объектов и выбирается инвестиционный портфель, соответствующий удовлетворяющим организацию (предприятие) показателям. Существуют и другие методы формирования портфеля, включающие качественный анализ, элементы субъективного предпочтения, способы неформализуемого выбора.

7.4. Оценка ликвидности и риска портфеля инвестиций

Одной из важных характеристик объектов инвестиций при формировании инвестиционного портфеля является *оценка ликвидности и риска инвестиций*. Понятие, классификация и методы оценки инвестиционных рисков и ликвидности инвестиций подробно рассмотрены в пп. 4.4, 4.5 главы 4 настоящего пособия. Здесь же мы представим дополнительно к их оценкам характеристики времени трансформации для различных видов средств организации в составе ее активов и коэффициенты рискованности различных видов инвестиций по их направлениям.

Табл. 20 содержит характеристики различных видов активов организации по времени их трансформации в денежные средства.

Таблица 20

Характеристика активов по времени трансформации

Состав активов организации по времени трансформации	
Вид инвестиций	Время трансформации
Быстрореализуемые активы	
Денежные средства в кассе и на расчетном счете, краткосрочные финансовые вложения	В течение до 7 дней

Окончание табл. 20

Состав активов организации по времени трансформации	
Вид инвестиций	Время трансформации
Среднереализуемые активы	
Дебиторская задолженность по текущим хозяйственным операциям	От 8 до 30 дней
Медленнореализуемые активы	
Запасы товарно-материальных ценностей, незавершенное производство, расходы будущих периодов	От 1 до 3 месяцев
Труднореализуемые активы	
Основные средства, нематериальные активы, незавершенное строительство, долгосрочные финансовые вложения	Более 3 месяцев

Ниже приведены значения коэффициентов рискованности различных видов инвестиций организации по их направленности.

Значения коэффициентов риска по направлениям инвестиций организации

Наименование направления инвестиций	Величина коэффициента риска
Ценные бумаги Правительства РФ (за исключением дисконтных векселей)	0,125
Ценные бумаги органов исполнительной власти субъектов РФ и органов местного самоуправления	0,250
Денежные средства на расчетном счете	0,325
Банковские вклады (депозиты)	0,425
Недвижимое имущество	0,450
Валютные ценности	0,465
Ценные бумаги для эмитентов	0,650

Оценка рациональности инвестиционного портфеля организации (предприятия) производится с учетом коэффициентов риска и объемов финансовых вложений в соответствующие виды инвестиций. Соответствие инвестиционной деятельности организации принципам ликвидности, доходности и безопасности (рисковости) определяется соотношением сумм инвестиций по разным направлениям, взвешенных с учетом риска, и общей суммы инвестиций предприятия по выражению

$$P_{\Pi} = (\sum \{I_i \cdot P_i\}) / I_{\Pi}, \quad (61)$$

где P_{Π} — совокупный риск инвестиций организации (предприятия);
 I_{Π} — общий объем инвестиций организации (предприятия),
 I_i — фактическая сумма инвестиций по i -му направлению,
 P_i — коэффициент риска по i -му направлению (см. выше).

Максимально допустимое значение величины совокупного риска инвестиций организации (предприятия) P_{Π} устанавливается на уровне 0,5.

Оценки доходности, рискованности, ликвидности формирования оптимального портфеля инвестиций взаимосвязаны с оценкой его устойчивости. Оценка *устойчивости инвестиционного портфеля* организации (предприятия) производится путем определения соотношения между собственными средствами (капиталом) организации и средствами, вложенными в различные направления инвестиционной деятельности по выражению

$$P_y = SK / (\sum \{I_i \cdot P_i\}), \quad (62)$$

где P_y — показатель устойчивости инвестиционной деятельности организации;

SK — цена собственного капитала организации (предприятия);

I_i — фактическая сумма инвестиций по i -му направлению,

P_i — коэффициент риска по i -му направлению.

Минимально целесообразное значение показателя устойчивости инвестиционной деятельности организации (предприятия) — 0,08. Приведенные соотношения позволяют оценить уровни рискованности и устойчивости инвестиционного портфеля.

Исследования показывают, что общий уровень риска инвестиционного портфеля существенно зависит от уровня риска портфеля ценных бумаг и при росте количества разных ценных бумаг в портфеле уменьшается, но не может быть снижен ниже уровня систематического риска, который не уменьшается от изменения структуры портфеля и определяется объективными факторами, внешними для инвестора (общие риски).

Состав инвестиционного портфеля формируется из различных портфелей инвестиций организации (предприятия), каждый из которых имеет свои особенности, результаты анализа приведены ниже.

Особенности различных портфелей в составе инвестиционного портфеля организации (предприятия)

Наименование портфеля	Характеристика портфеля
<p>Портфель реальных инвестиционных проектов</p>	<p>Формирование и реализация портфеля реальных инвестиций обеспечивает высокие темпы развития организации (предприятия), создание дополнительных рабочих мест, формирование высокого имиджа проектов предприятия, определенную государственную поддержку инвестиционной деятельности.</p> <p>Портфель реальных инвестиций предприятия по сравнению с портфелем финансовых инвестиций обычно более капиталоемкий и менее ликвидный, более рискованный в связи с продолжительностью реализации, а также более сложный и трудоемкий в управлении.</p> <p>Формирование портфеля реальных инвестиций предприятия осуществляется с гораздо большей предварительной проработкой (по сравнению с инвестициями в финансовые инструменты), поскольку при реальном инвестировании во главу угла ставится производственная специфика объекта инвестиций с той точки зрения, насколько он обеспечивает исполнение целей развития предприятия, затем рассматриваются вопросы прогнозируемой прибыли</p>
<p>Портфель финансовых инструментов</p>	<p>Портфель инвестиций в финансовые инструменты более мобилен, формируется исключительно на средства предприятия, инвестиции в ценные бумаги обладают большей ликвидностью и способны приносить доход в более обозримые сроки, чем при вложениях в долгосрочные реальные проекты.</p> <p>Экспертные оценки показывают, что эффективность финансовых вложений в ценные бумаги (доходность вложений) на 95 % определяется тем, в какие виды финансовых инструментов осуществляются вложения, на 4 % определяются выбором конкретной ценной бумаги и на 1 % определяются моментом (временем) приобретения ценных бумаг. Оптимальная величина различных ценных бумаг в портфеле по данным экспертов находится в диапазоне от 8 до 20 различных видов финансовых инструментов.</p> <p>В инвестициях в финансовые инструменты, в первую очередь, важно получение дохода при стабильном уровне безопасности, а производственная специфика предприятия — эмитента важна, так как производится оценка инвестиционных качеств выбираемого финансового инструмента</p>

Формирование портфеля реальных инвестиционных проектов — процесс менее вариабельный³² (вариативный³³), чем формирование портфеля финансовых вложений.

7.5. Управление инвестиционным портфелем

При сформированном первоначально инвестиционном портфеле следует выбрать схему дальнейшего управления им, при этом возможны следующие варианты:

- каждому виду инвестиций отводится определенный фиксированный вес (доля) в инвестиционном портфеле, который остается постоянным в течение достаточно длительного периода. При этом пересмотр отдельных составляющих портфеля, например в связи с колебаниями курсовой стоимости ценных бумаг и их доходности, происходит без изменения весовых соотношений в рамках портфеля;
- инвестор придерживается гибкой шкалы весов составляющих инвестиционного портфеля. Весовые сочетания пересматриваются исходя из конъюнктуры рынка и ожидаемых изменений конъюнктуры спроса и предложения;
- инвестор использует различные методы страхования себя от рисков, например, фьючерсные контракты с индексами для изменения состава своего портфеля финансовых инструментов. *Фьючерсный контракт* — двусторонний договор, по которому покупатель (инвестор) обязуется принять (купить), а продавец поставить (продать) указанное в контракте количество ценных бумаг по цене, установленной при заключении контракта на определенную будущую дату. Инвестор при управлении портфелем может продать, например фьючерсный контракт на акции, и приобрести фьючерсный контракт на облигации или иные ценные бумаги.

³² *Вариабельный* (англ. variable — неустойчивый) — способный иметь варианты, видоизменяться в каких-либо пределах.

³³ *Вариативный* — изменяющийся, допускающий варианты.

Управление инвестиционным портфелем разделится на управление его составляющими, в том числе: реальными проектами и финансовыми инвестициями. Каждая составляющая инвестиционного портфеля выступает как отдельный портфель и соответственно управляется.

Управление портфелем ценных бумаг включает постоянный мониторинг конъюнктуры фондового рынка, продажу и покупку финансовых инструментов для оптимизации состава портфеля. Продажа ценных бумаг производится, как правило, когда они не приносят ожидаемый доход и нет надежды на его рост в будущем, если появились более эффективные финансовые инструменты или при использовании финансовых средств. Одной из важнейших задач при формировании портфеля и управлении им является оценка финансовых рисков инвестиций в ценные бумаги и анализ взаимосвязи риска и доходности вложений.

Важным этапом в управлении инвестиционным портфелем является принятие управленческих решений по выходу из реальных проектов и продаже финансовых инструментов. Процесс продажи финансовых инструментов более прост и определяется текущей ликвидностью конкретного инструмента.

Для финансовых инструментов, включенных в инвестиционный портфель, продажа отдельных его видов совершается по следующим причинам:

- рост ссудного процента на денежном рынке;
- рост темпов инфляции;
- снижение рейтинга эмитента;
- снижение ликвидности данного типа финансовых инструментов на фондовом рынке;
- снижение размера выкупного фонда эмитента;
- повышение уровня налогообложения на данный вид ценных бумаг.

Оценка целесообразности продажи финансового инструмента производится по величине ожидаемой доходности в изменившихся условиях.

Контрольные вопросы и задания

1. В чем состоит суть портфельного инвестирования?
2. Охарактеризуйте виды инвестиционного портфеля.
3. Назовите основные принципы и этапы формирования инвестиционного портфеля организации.
4. Каковы особенности формирования портфеля инвестиций организации (предприятия)?
5. Назовите методы сравнительной оценки и выбора объектов инвестиций и охарактеризуйте их суть.
6. Как осуществляется оценка ликвидности и риска портфеля инвестиций?
7. Расскажите о сущности оценки устойчивости инвестиционного портфеля организации (предприятия).
8. Каковы цели мониторинга сформированного инвестиционного портфеля организации?
9. Назовите варианты управления первоначально созданным инвестиционным портфелем организации.
10. По каким причинам происходит продажа отдельных видов финансовых инструментов, включенных в инвестиционный портфель?

Глава 8

Капитальное строительство как объект инвестиционной деятельности и его организационные основы

8.1. Капитальные вложения и капитальное строительство, его технико-экономические особенности

Основу инвестиционной деятельности организаций различных форм собственности составляют реальные инвестиции, которые преимущественно осуществляются в форме капитальных вложений. В Федеральном законе «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитального вложения» от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ дается следующее определение капитальных вложений: **капитальные вложения** — это инвестиции в основной капитал (основные средства), в том числе затраты на новое строительство³⁴, расширение³⁵, реконструкцию³⁶ и техническое перевооружение³⁷ действующих предприятий, приобретение машин, обо-

³⁴ *Новое строительство* — возведение нового объекта с законченным технологическим циклом по типовому или индивидуальному проекту, который после ввода в эксплуатацию будет иметь статус юридического лица.

³⁵ *Расширение производства* (организации, предприятия) — возведение объектов на новых площадях в дополнение к действующим или расширение отдельных производственных зданий и помещений.

³⁶ *Реконструкция* — это проведение строительно-монтажных работ на действующих площадях без остановки основного производства с полной заменой морально устаревшего и физически изношенного оборудования.

³⁷ *Техническое перевооружение* — это мероприятия, направленные на замену и модернизацию оборудования путем внедрения новой техники и технологии, механизации и автоматизации производственных процессов, модернизации и замены устаревшего и физически изношенного оборудования новым.

рудования, инвентаря, проектно-изыскательские и другие затраты. К другим затратам относят инвестиции в оборотные средства, необходимые для обеспечения ввода в эксплуатацию и начало эксплуатации основных средств, а также вложения в нематериальные активы.

Исходя из сложившейся практики осуществления инвестиционной деятельности в форме реальных инвестиций, капитальные вложения классифицируются по следующим признакам:

1) *по назначению* они подразделяются:

- на производственные, объектом которых являются основные активы производственного назначения (производственные здания, сооружения, машины и оборудование, увеличение запасов сырья, материалов и т. д.);
- непроизводственные, т. е. инвестиции, направляемые на развитие социальной сферы (объекты социально-культурного, бытового, административно-хозяйственного назначения, библиотеки, детские дошкольные учреждения, объекты инфраструктуры городского хозяйства и т. д., числящиеся на балансе организации);

2) *по элементам вложения инвестиций* выделяют:

- материальные вложения, под которыми понимают капитальные вложения в материальные активы, т. е. это расходы на строительство, расширение или реконструкцию зданий и сооружений, приобретение машин, оборудования, инструмента, инвентаря, сырья и материалов;
- нематериальные вложения — капитальные вложения в активы интеллектуальной собственности такие, как имущественные права, патенты, лицензии, программное обеспечение, ноу-хау и др.;

3) *по технологической структуре* принято различать, идущие:

- на проведение строительно-монтажных работ;
- приобретение оборудования, инструментов, инвентаря;
- прочие капитальные работы и затраты;

4) *по направлениям использования* выделяют вложения, связанные:

- с экстенсивным развитием (новое строительство, расширение производства);
- интенсивным развитием (реконструкция, техническое перевооружение);

5) *по источникам финансирования* различают:

- собственные капитальные вложения, т. е. инвестиции, финансируемые за счет вкладов в уставный капитал, амортизационных отчислений, прибыли организации;
- привлеченные — это инвестиции, финансируемые за счет бюджетных и заемных средств;

6) *по степени централизации* капитальные вложения подразделяются:

- на государственные, осуществляемые за счет бюджетных средств государства, субъектов Федерации, министерств, ведомств;
- децентрализованные — за счет собственных и заемных средств;

7) *по происхождению* капитальные вложения подразделяются:

- на отечественные, используемые на внутреннем рынке страны;
- иностранные — долгосрочные капитальные вложения иностранных инвесторов в экономику страны. Они делятся на прямые и портфельные. *Прямые инвестиции* — вложения предпринимательского капитала в производство материальных и иных ценностей филиалов и отделений иностранных компаний, совместных предприятий и др. *Портфельные инвестиции* представляют собой вложение средств в приобретение акций и других ценных бумаг, предоставление займов и кредитов иностранным юридическим лицам.

Важным аспектом управления инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений являются определение и повышение их экономической эффективности. На практике существуют два подхода к определению и оценке эффективности реальных инвестиций — затратный и доходный.

Затратный подход, который преобладал до недавнего времени в народном хозяйстве, выражается в определении экономической эффективности капитальных вложений на основе методики сравнительной эффективности, основанной на расчетах снижения себестоимости на единицу продукции (работ, услуг) после осуществления капитальных вложений.

Сравнительный коэффициент эффективности (k_e) и срок окупаемости ($T_{ок}$) капитальных вложений определялись по формулам:

$$k_e = \frac{c_i - c_0}{k_i}, \quad (63)$$

$$T_{\text{ок}} = \frac{k_i}{c_i - c_0}, \quad (64)$$

где c_i — себестоимость продукции (работ, услуг) по рассматриваемому i -му варианту;

c_0 — себестоимость продукции (работ, услуг) до осуществления капитальных вложений;

k_i — капитальные вложения по рассматриваемому i -му варианту.

Рассчитанный коэффициент эффективности по рассматриваемому варианту, как правило, сравнивали с нормативной его величиной (E_n) по соответствующей отрасли экономики, устанавливаемый централизованно для всех организаций, предприятий данной отрасли и формам расширенного воспроизводства. Если $k_e > E_n$, следовательно, капитальные вложения в данном варианте для организации (предприятия) экономически обоснованы и целесообразны.

Методика определения сравнительной эффективности капитальных вложений, используемая для оценки и отбора инвестиционных проектов, основывалась на более общей формуле, так называемой формуле приведенных затрат (Z_i) по вариантам. По этой методике экономически целесообразным вариантом считается тот, который обеспечивает минимум приведенных затрат:

$$Z_i = C_i + E_n \cdot K_i \Rightarrow \min. \quad (65)$$

Недостатки данной методики состоят в том, что не учитывается, к примеру, прибыль, имеющая первостепенное значение при осуществлении капитальных вложений по сравниваемым вариантам, также нельзя учесть улучшение качества продукции (работ, услуг), которое, как правило, ведет к увеличению издержек производства, т. е. показателя себестоимости.

При *доходном подходе* капитальные вложения рассматриваются как финансовые ресурсы, обеспечивающие прирост стоимости капитала организации и получение соответствующего дохода (прибыли) как конечной цели инвестирования. В свою очередь, повышение стоимости капитала организации отражается на повышении курсовой стоимости акций, долей участия в управлении организацией. Для инвесторов организации (предприятия) эффект от вложений приобретает форму выплаты процентов, дивидендов или роста стоимости акций. В идеале темпы прироста прибыли должны быть больше, чем темпы прироста

ста объемов производства и продаж продукции (работ, услуг), которые должны быть больше темпов прироста стоимости активов. В результате соблюдения данного неравенства происходит рост показателя рентабельности активов. Кроме того, для характеристики эффективности капитальных вложений используются такие показатели, как рентабельность капитала, рентабельность собственного капитала и др.

В настоящее время оценка эффективности реальных инвестиций (капитальных вложений), вкладываемых в инвестиционные проекты, и выбор наилучшего варианта осуществляются на основе показателя денежного потока, соизмерения разновременных показателей инвестируемого капитала посредством дисконтирования денежного потока, дифференциации нормы дисконта в зависимости от уровня риска и целей оценки, широко применяемые в мировой практике. Эффективность инвестиционных проектов определяется на основе системы показателей таких, как коммерческая (финансовая), бюджетная и экономическая (общественная, народнохозяйственная) эффективности, рассмотренные в п. 5.3 гл. 5 настоящего пособия.

Капитальное строительство — это процесс создания производственных и непроизводственных основных фондов путем строительства новых, расширения, реконструкции, технического перевооружения и модернизации действующих объектов. Капитальное строительство охватывает все стадии создания основных фондов, начиная от проектно-изыскательских работ и заканчивая вводом в эксплуатацию готовых объектов.

Совокупность взаимосвязанных основных, вспомогательных и обслуживающих технологических операций, осуществляемых на строительной площадке, в результате взаимодействия которых создается строительная продукция представляет собой **строительный процесс**. В нем может быть выделено три этапа:

- подготовка строительства;
- строительство объекта;
- реализация строительной продукции.

Подготовка строительства осуществляется по следующим направлениям: технико-экономические исследования целесообразности строительства объекта, его проектирование и инженерно-техническая подготовка к строительству. В процессе *технико-экономических исследований* определяются основные технико-экономические показатели будущего объекта и оценивается экономическая целесообраз-

ность его строительства. На стадии *проектирования* разрабатываются конструктивно-компоновочные решения объекта, методы организации его строительства и технология производства работ, определяется сметная стоимость строительства. После этого осуществляется инженерно-техническая подготовка к строительству.

На этапе *строительства* непосредственно на строительной площадке происходит соединение всех технологических операций строительного процесса, в результате осуществления которых создается строительная продукция. На этом этапе формируются совокупные фактические издержки строительного производства, материально-вещественные элементы зданий и сооружений, их качество.

На этапе *реализации строительной продукции* (сдачи готового объекта строительства в эксплуатацию) происходит ввод законченных строительством объектов в эксплуатацию как основных фондов и передача их заказчику.

В технико-экономическом отношении строительство как отрасль материального производства существенно отличается от других отраслей народного хозяйства. Это объясняется *особенным характером продукции* строительства, условиями вложения денежных средств, их освоения и возврата, методами организации и управления строительным процессом, особенностями технологии строительного производства.

Строительная продукция (здания, сооружения) создается на определенном земельном участке и в течение всего периода строительства (а в дальнейшем и эксплуатации) остается недвижимой. В период строительства орудия труда и рабочие непрерывно перемещаются по фронту работ. Строительство любого объекта начинается с создания в районе строительной площадки производственной базы строительства, которая (в зависимости от масштаба сооружаемого объекта) по своим стоимостным показателям может быть сопоставима со стоимостью строительства самого объекта.

Например, стоимость строительного хозяйства крупных и средних гидроэлектростанций составляет от 15 до 25 % от стоимости основных сооружений, тепловых электростанций — 10–15 %, крупных промышленных объектов — 8–12 %. Иначе говоря, чтобы начать строительство основных сооружений объекта, нужно создать на строительной площадке специальное производственное предприятие, строительной продукцией которого будет один-единственный экземпляр — сооружаемый объект. Строительство — прямая противоположность промыш-

ленного производства, где до начала выпуска продукции возводятся здания, сооружения, монтируется технологическое оборудование, отрабатывается технология производства и только после этого начинается выпуск продукции. Это обстоятельство требует своеобразных форм организации и управления строительным процессом, разработки специальных методов технологии производства работ. Размещение строительной продукции (работ, услуг) на определенном земельном участке делает ее зависимой от стоимости земельного участка, конъюнктуры цен на рынке земли.

Большое влияние на технико-экономические показатели строительной продукции оказывает *фактор времени*. Продолжительность строительства любого объекта исчисляется не только месяцами, но во многих случаях, особенно при строительстве крупных объектов, — годами. Это вызывает отвлечение капитала из оборота на длительное время и практическое его «омертвление». Принимая во внимание большую капиталоемкость объектов строительства, изъятие капитала из оборота на длительное время и вложение его в строительство являются решением крайне ответственным и достаточно рискованным. При этом следует иметь в виду, что длительность цикла оборачиваемости капитала в строительстве в несколько раз больше, чем в промышленности, и в десятки раз больше, чем в торговле. Поэтому принятие решения о вложении капитала в строительство сопровождается серьезными технико-экономическими расчетами.

Строительство любого объекта осуществляется в определенной *естественной природной среде*, которая характеризуется своими топографическими, инженерно-геологическими и климатическими условиями. В связи с этим для каждого конкретного случая разрабатываются свои конструктивно-компоновочные решения, которые учитывают рельеф местности, ветровые и снеговые нагрузки, величину сейсмического воздействия, температурный режим. Толщина стен, покрытий, параметры несущих конструкций зданий и сооружений, размеры фундаментов (а следовательно, и их стоимость) находятся в прямой зависимости от природных условий района строительства. Кроме того, оплата труда строителей, выполняющих работы на открытом воздухе в зимнее время, также поставлена в зависимость от температурного режима. Поэтому строительство одного и того же типа здания или сооружения в разных районах страны требует различных затрат материально-технических, трудовых и финансовых ресурсов.

Строительство отличается *многообразием производственных связей*. В строительстве любого объекта принимают участие десятки, а при строительстве крупных сооружений — и сотни проектно-исследовательских, научно-исследовательских, строительных и монтажных организаций, заводы-изготовители основного технологического оборудования, поставщики строительного-монтажного оборудования и строительных материалов, банки и другие субъекты экономики, чей капитал так или иначе участвует в строительстве. Несмотря на то, что конечная цель у всех участников инвестиционного процесса одна — получение максимально возможной прибыли, в процессе строительства каждый из участников имеет свои частные цели и задачи. В связи с этим возникает необходимость создания таких экономических критериев, которые бы объединяли всех участников инвестиционного процесса в деле достижения единой цели, — завершения строительства в заданные сроки с минимальными затратами, а не только собственных интересов.

Кооперирование связей в процессе строительства осуществляется как в сфере поставок и услуг (предусматривает обязательные поставки определенного количества, комплектность и сроки поставки изделий и материалов), так и в сфере производства, т. е. непосредственно на объекте строительства путем разделения единого технологического процесса на составные взаимосвязанные элементы, выполнение которых производится различными исполнителями. Это требует согласования во времени, пространстве, по видам применяемых средств механизации, степени готовности отдельных элементов зданий и сооружений для продолжения работ другими исполнителями. Большое количество организаций, сложность взаимных связей требуют четкой организации и координации работы всех участников строительного процесса.

Длительность технологического цикла в строительстве обусловила *особую форму расчетов за строительную продукцию*. Расчеты ведутся за условно готовую продукцию — за этапы работ, за выполнение конструктивных частей зданий или видов работ. Это предопределяет необходимость установления цены не только в целом за объект, но и за отдельные виды и этапы работ.

Учитывая, что связи взаимодействия в строительстве реализуются в условиях динамично развивающихся производственных процессов, имеющих вероятностный характер воздействия (погодные условия, сбои поставок и др.), система организации и управления строитель-

ством должна предусматривать эффективную систему регуляторов, которая призвана обеспечивать надежность связей взаимодействия и придание им максимально возможной степени устойчивости. Это может быть достигнуто путем создания резервных мощностей, производственных запасов, резервных фондов и др.

8.2. Участники инвестиционного процесса в системе капитального строительства и организация их отношений

В качестве основных участников инвестиционного процесса выступают организации, которые в соответствии с выполняемыми ими функциями именуется: инвестор, заказчик, застройщик, проектировщик и подрядчик.

Инвесторами, осуществляющими вложение собственных, заемных и привлеченных средств в создание и воспроизводство основных фондов в форме капитальных вложений, могут быть:

- органы, уполномоченные управлять государственным и муниципальным имуществом или имущественными правами;
- организации и предприятия, предпринимательские объединения, общественные организации и другие юридические лица всех форм собственности;
- международные организации, иностранные юридические лица;
- физические лица — граждане РФ и иностранные граждане.

Инвестор имеет юридические права на полное распоряжение результатами инвестиций. Он определяет сферу приложения капитальных вложений, разрабатывает условия контрактов на строительство объекта, принимает решение относительно организационных форм строительства с целью определения проектировщика, подрядчика, поставщиков путем объявления торгов или частных предложений, осуществляет финансово-кредитные отношения с участниками инвестиционного процесса. Инвестор может выступать в роли заказчика, кредитора, покупателя строительной продукции, а также выполнять функции застройщика.

Заказчиком является юридическое или физическое лицо, принявшее на себя функции организатора и управляющего по строительству объекта, начиная от разработки ТЭО и заканчивая сдачей объек-

та в эксплуатацию или выходом объекта строительства на проектную мощность.

Застройщик — юридическое или физическое лицо, обладающее правами на земельный участок под застройку. Он является землевладельцем.

Заказчиками (застройщиками) могут быть инвесторы, а также иные физические и юридические лица, уполномоченные инвесторами осуществлять реализацию инвестиционных проектов по строительству.

Подрядчик (генеральный подрядчик) — строительная организация (фирма, компания), осуществляющая по договору (контракту) подряда строительство объекта. Генеральный подрядчик отвечает перед заказчиком за строительство объекта в полном объеме и соответствии с условиями договора, проекта, требованиями строительных норм и правил, оговоренной стоимостью.

Проектировщик (генеральный проектировщик) — это проектная, проектно-изыскательская или научно-исследовательская организация (фирма), осуществляющая по договору или контракту с заказчиком разработку проекта объекта строительства.

В создании готовой строительной продукции (в виде производственных мощностей, зданий, сооружений и объектов различного назначения) участвуют многие организации и предприятия: проектные, строительно-монтажные, наладочные, снабженческо-сбытовые, комплектующие организации, предприятия (объединения), поставщики конструкций, материалов, оборудования и других изделий.

В отличие от других отраслей материального производства строительство объекта недвижимости осуществляется строительной организацией *на договорных условиях* по заказу предприятия-застройщика или другого инвестора, за счет средств которого выполняются строительные работы. Предприятия-застройщики в праве выполнять необходимые строительные работы (СМР) двумя способами: *собственными силами (хозяйственный способ)* или, как показывает практика, застройщики привлекают специализированные подрядные организации на основе *договора строительного подряда (подрядный способ, являющийся основным)*, в том числе строительство объектов *под ключ*.

В свою очередь подрядчик по согласованию с заказчиком может привлекать для выполнения всего комплекса или части работ (электромонтажных, водопроводных и канализационных, по газификации, благоустройству территории и др.) другие организации — *субпод-*

рядчиков, заключив с ними *договора субподряда*. В данной ситуации подрядчик будет выступать перед заказчиком в качестве генерального подрядчика, а перед субподрядчиками — в роли заказчика. В этом появилось одно из нововведений российского законодательства — закрепление института посредников, которых заказчики строительной продукции могут наделить статусом заказчика.

Строительство объектов *под ключ* — когда функции заказчика передаются генеральному подрядчику. В этом случае генподрядная строительная организация принимает на себя полную ответственность за строительство объекта в соответствии с утвержденным проектом, в установленные сроки и в пределах утвержденной сметы.

Согласно ст. 758 ГК РФ, по *договору подряда на выполнение проектных и изыскательных работ* подрядчик (проектировщик, изыскатель) обязуется по заявлению заказчика разработать техническую документацию и выполнить изыскательные работы, а заказчик обязуется принять и оплатить их результат.

Согласно ст. 740 ГК РФ, *договор строительного подряда* заключается на строительство или реконструкцию предприятия (в том числе жилого дома), сооружения или иного объекта, а также на выполнение монтажных, пуско-наладочных и иных неразрывно связанных со строящимся объектом работ. Правила о договоре строительного подряда распространяются также и на работы по капитальному ремонту зданий и сооружений.

Важным элементом инвестиционно-строительного процесса является институт гарантий и поручительств. Заказчик должен иметь гаранта, который в случае финансовых затруднений произведет расчеты с подрядчиком по выполненным обязательствам. Генеральный подрядчик должен иметь поручителя, принимающего на себя ответственность за обязательства генподрядчика.

Подрядчик обязан осуществить строительство в соответствии с *технической документацией*, определяющей объем и содержание работ, и *сметой*, определяющей цену работ. *Затраты на СМР* состоят из прямых и накладных расходов. Размер данных затрат определяется по каждому объекту путем составления *сводной сметы* — основного документа, определяющего полную сметную стоимость стройки. Она является основанием для финансирования стройки и осуществления расчетов с заказчиком. Вместе с прямыми и накладными расходами сметная стоимость включает плановую прибыль.

Для ведения гибкой *системы ценообразования* целесообразно использовать различные виды договоров между заказчиком и подрядчиком:

- а) проектно-строительный договор по фактической стоимости;
- б) проектно-строительный договор на основе максимальной гарантированной цены;
- в) договор на основе твердой цены.

Для проектного-строительного договора на основе соглашения о строительстве объекта при возмещении расходов по фактической стоимости и гарантированной суммы прибыли договорная цена определяется исходя из:

- а) затрат по смете в действующих ценах;
- б) суммы оправданных перерасходов;
- в) гарантированной суммы прибыли.

Для небольших типовых объектов приемлем договор на основе твердой цены, неизменной до конца строительства.

В системе капитального строительства выбор подрядчиков осуществляется на конкурсной основе путем проведения торгов. *Торги* по сравнению с прямыми двусторонними договорами *создают условия конкуренции между подрядными строительными фирмами* и позволяют заказчику выбрать наиболее выгодные предложения с точки зрения как цены, так и других коммерческих и технических условий.

Существует две формы торгов: закрытые и открытые. При *закрытых торгах* заказчик для участия в торгах приглашает несколько уже известных ему фирм, из которых он выбирает ту, которая дает наиболее приемлемые для него предложения. При *открытых торгах* заказчик путем объявления в открытой печати приглашает *всех желающих принять участие в торгах*.

Фирма, получившая подряд с торгов, заключает контракт с заказчиком, в котором оговариваются: стоимость, вид валюты, условия платежей, сроки выполнения работ, формы урегулирования споров, различного рода санкции, виды страхования, особые условия.

8.3. Формы и методы государственного регулирования инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений

Государство для выполнения своих функций регулирования экономики использует как *экономические (косвенные)*, так и *административные (прямые) методы* воздействия на инвестиционную деятельность и экономику страны путем издания и корректировки соответствующих законодательных и нормативных актов, а также путем проведения определенной экономической, в том числе и инвестиционной, политики.

Государственное регулирование инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений предполагает использовать в качестве одной из мер, стимулирующих эту деятельность, установление инвесторам специальных налоговых режимов. Например, в виде инвестиционного налогового кредита, который может представлять собой отсрочку уплаты налога на прибыль (доход) организации на срок от одного года до пяти лет на основаниях, определенных ст. 67 первой части Налогового кодекса РФ. Использование механизма ускоренной амортизации позволит также уменьшить налогооблагаемую часть прибыли (дохода) организации, осуществляющей техническое перевооружение собственного производства.

Сущность форм и методов государственного регулирования инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, заключается в следующем.

1. Государственное регулирование инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, ведется органами государственной власти РФ и органами государственной власти субъектов РФ.

2. Государственное регулирование инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, предусматривает:

- 1) создание благоприятных условий для развития инвестиционной деятельности путем:
 - совершенствования системы налогов, механизма начисления амортизации и использования амортизационных отчислений;
 - установление субъектам инвестиционной деятельности специальных налоговых режимов, не носящих индивидуального характера;

- защиты интересов инвесторов;
 - предоставление субъектам инвестиционной деятельности льготных условий пользования землей и другими природными ресурсами, не противоречащих законодательству РФ;
 - расширение использования средств населения и иных внебюджетных источников финансирования жилищного строительства и строительства объектов социально-культурного назначения;
 - создания и развития сети информационно-аналитических центров, осуществляющих регулярное проведение рейтингов и публикацию рейтинговых оценок субъектов инвестиционной деятельности;
 - принятие антимонопольных мер;
 - расширение возможностей использования залогов при осуществлении кредитования;
 - проведение переоценки основных фондов в соответствии с темпами инфляции;
 - создание возможностей формирования субъектами инвестиционной деятельности собственных инвестиционных фондов;
- 2) прямое участие государства в инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, путем:
- разработки, утверждения и финансирования инвестиционных проектов, осуществляемые Российской Федерацией совместно с иностранными государствами, а также инвестиционных проектов, финансируемых за счет средств федерального бюджета и средств бюджетов субъектов РФ;
 - формирование перечня строек и объектов технического перевооружения для федеральных государственных нужд и финансирования их за счет средств федерального бюджета. Порядок формирования указанного перечня строек определяется Правительством РФ;
 - предоставление на конкурсной основе государственных гарантий по инвестиционным проектам за счет средств федерального бюджета (Бюджета развития РФ), а также за счет средств бюджетов субъектов РФ. Порядок предоставления государственных гарантий за счет средств федерального бюджета (Бюджета развития РФ) определяется Правительством РФ, за счет средств бюджетов субъектов РФ — органами исполнительной власти соответствующих субъектов РФ;

- размещения на конкурсной основе средств федерального бюджета (Бюджета развития РФ) и средств бюджетов субъектов РФ для финансирования инвестиционных проектов;
- проведения экспертизы инвестиционных проектов в соответствии с законодательством РФ;
- защиты российских организаций от поставок морально устаревших и материалоемких, энергоемких и не наукоемких технологий, оборудования, конструкций и материалов, в том числе при реализации Бюджета развития РФ;
- разработки и утверждения стандартов (норм и правил) и осуществления контроля за их соблюдением;
- выпуска облигационных займов, гарантированных целевых займов;
- вовлечения в инвестиционный процесс временно приостановленных и законсервированных строек и объектов, находящихся в государственной собственности;
- предоставления концессий³⁸ российским и иностранным инвесторам по итогам торгов (аукционов и конкурсов) в соответствии с законодательством РФ.

3. Государственное регулирование инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, может осуществляться с использованием иных форм и методов в соответствии с законодательством РФ.

4. В условиях возникновения на территории России чрезвычайных ситуаций деятельность субъектов инвестирования, оказавшихся в этой зоне, осуществляется в соответствии с законодательством РФ.

Прямое государственное регулирование инвестиционной деятельности, государственная поддержка инвестиционных строительных проектов осуществляются в основном путем направления финансовых ресурсов на выполнение федеральных целевых программ и на другие федеральные государственные нужды, определяемые в порядке, устанавливаемом законодательством РФ. Суммы ассигнований на указанные цели предусматриваются ежегодно в утверждаемых в установ-

³⁸ *Концессия* (от лат. *concession* – разрешение, уступка) — 1) договор, заключаемый государством с частным предпринимателем, иностранной фирмой о передаче в эксплуатацию на определенное время и на определенных условиях природных богатств, предприятий и других хозяйственных объектов; 2) предприятие, организованное на основании такого договора.

ленном порядке соответствующих бюджетах и в государственной инвестиционной программе в объемах государственных централизованных капитальных вложений.

Государственные централизованные капитальные вложения — инвестиции, направляемые на создание и воспроизводство основных фондов, финансируемые за счет средств федерального бюджета, предоставляемых на *безвозвратной и возвратной основе*, средств бюджетов субъектов РФ и предназначенные для использования на важнейших направлениях экономической политики, обеспечивающих структурную перестройку народного хозяйства, сохранение и развитие производственного и непроизводственного потенциала России, решение социальных и других проблем, которые невозможно осуществить за счет иных источников финансирования. Приоритетные направления, для которых необходима государственная поддержка в реализации инвестиционных проектов за счет средств федерального бюджета, определяются Министерством экономики РФ и Министерством финансов РФ с участием других федеральных органов исполнительной власти.

Формирование в соответствии с государственной инвестиционной программой перечня строек и объектов для федеральных государственных нужд, подлежащих финансированию с привлечением средств федерального бюджета, предоставляемых на безвозвратной и возвратной основе, осуществляется в следующем порядке:

а) Министерство экономики РФ устанавливает и сообщает государственным заказчикам в сроки, определяемые Правительством РФ, предварительные объемы государственных централизованных капитальных вложений на соответствующий период;

б) государственные заказчики представляют в Министерство экономики РФ в порядке и сроки, устанавливаемые этим Министерством, предложения по инвестиционным проектам, разработанные на основе предварительных объемов государственных централизованных капитальных вложений. В обоснование указанных предложений представляются перечень строек и объектов с соответствующими показателями на весь период строительства с разбивкой по годам, ТЭО и расчеты по формам, устанавливаемым Министерством экономики РФ. Включение в указанный перечень вновь начинаемых строек и объектов допускается при условии, если переходящие стройки и объекты, на которых создаются аналогичные мощности, обеспечены необходимыми объемами капитальных вложений;

в) Министерство экономики РФ с участием Министерства финансов РФ, Государственного комитета РФ по вопросам архитектуры и строительства и Государственного комитета РФ по промышленной политике рассматривает представленные государственными заказчиками предложения по вновь начинаемым стройкам и объектам и принимает решение о включении их в перечень строек и объектов для федеральных государственных нужд. Отбор строек и объектов для включения в перечень производится на конкурсной основе;

г) принятые Министерством экономики Российской Федерации решения о включении вновь начинаемых строек и объектов в перечень строек и объектов для федеральных государственных нужд являются основанием, в соответствии с которым государственные заказчики определяют заказчиков (застройщиков) по строительству данных объектов и организуют проведение подрядных торгов;

д) Министерство экономики РФ и Минфин РФ на основании сообщений государственных заказчиков о результатах подрядных торгов и заключенных на их основе государственных контрактов (договоров подряда) уточняют объемы капитальных вложений, размеры и источники их финансирования по каждому вновь начинаемому строюке и объекту, включенным в перечень, на весь период строительства с распределением по годам.

Включение вновь начинаемых строек и объектов в перечень строек и объектов для федеральных государственных нужд с распределением объемов капитальных вложений по годам на весь период строительства является государственной гарантией непрерывности их финансирования до завершения строительства в установленные сроки.

По переходящим стройкам с учетом хода строительства и степени готовности объектов и пусковых комплексов при необходимости вносятся уточнения в объемы капитальных вложений.

Министерство экономики РФ в 10-дневный срок после утверждения в установленном порядке перечня строек и объектов для федеральных государственных нужд направляет его Минфину РФ и ЦБ РФ и доводит соответствующие данные до государственных заказчиков и иных юридических лиц, которым выделяются государственные централизованные капитальные вложения, а последние в 10-дневный срок после получения указанных данных сообщают их заказчикам (застройщикам), соответствующим подрядным организациям и финансирующим банкам.

8.4. Финансирование и кредитование капитальных вложений

Капитальные вложения могут финансироваться за счет:

- собственных финансовых ресурсов и внутрихозяйственных резервов инвестора (прибыли, амортизационных отчислений, денежных накоплений и сбережений граждан и юридических лиц, средств, выплачиваемых органами страхования в виде возмещения потерь от аварий, стихийных бедствий и других средств);
- заемных финансовых средств инвестора или переданных им средств (облигационных займов и других средств);
- привлеченных финансовых средств инвесторов (средств, получаемых от продажи акций, паевых и иных взносов членов трудовых коллективов, граждан, юридических лиц);
- финансовых средств, централизуемых объединениями (союзами) предприятий в установленном порядке;
- средств федерального бюджета, предоставляемых на безвозвратной и возвратной основе, средств бюджетов субъектов РФ;
- средств внебюджетных фондов;
- средств иностранных инвесторов.

Финансирование капитальных вложений по стройкам и объектам может осуществляться как за счет одного, так и за счет нескольких источников.

Финансирование государственных централизованных капитальных вложений за счет средств федерального бюджета, предоставляемых *на безвозвратной основе*, осуществляется в соответствии с утвержденным перечнем строек и объектов для федеральных государственных нужд при отсутствии других источников или в порядке государственной поддержки строительства приоритетных объектов производственного назначения при максимальном привлечении собственных, заемных и других средств.

Для открытия финансирования государственных централизованных капитальных вложений за счет средств федерального бюджета, предоставляемых на безвозвратной основе, государственные заказчики представляют в Министерство финансов РФ графики проведения торгов (конкурсов) на соответствующий год, а также выписки из утвержденного в установленном порядке перечня строек и объектов с указанием объемов государственных централизованных капитальных вложений

и государственные контракты (договоры подряда) по строительству объектов для федеральных государственных нужд (в ред. постановления Правительства РФ от 18.02.1998 г. № 216).

Открытие финансирования государственным заказчикам производится Министерством финансов РФ путем перечисления средств в течение одного месяца после утверждения в установленном порядке объемов государственных централизованных капитальных вложений и перечня строек и объектов для федеральных государственных нужд.

Авансовые выплаты при открытии финансирования осуществляются в пределах плановых назначений и регулируются с учетом фактически произведенных затрат.

По поручению федеральных органов исполнительной власти — государственных заказчиков открытие финансирования государственных централизованных капитальных вложений за счет средств федерального бюджета, предоставляемых на безвозвратной основе, может осуществляться входящим в систему этих органов департаментам, межотраслевым государственным объединениям, концернам, ассоциациям, корпорациям, акционерным обществам, предприятиям.

Государственные заказчики перечисляют средства федерального бюджета, предоставляемые на безвозвратной основе для финансирования государственных централизованных капитальных вложений, заказчикам (застройщикам) в пределах, сообщенных им Министерством финансов РФ объемов финансирования государственных централизованных капитальных вложений.

Для оформления финансирования государственных централизованных капитальных вложений за счет средств федерального бюджета, предоставляемых на безвозвратной основе, заказчики (застройщики) представляют банкам, осуществляющим операции по финансированию, следующие документы:

- титульные списки вновь начинаемых строек с разбивкой по годам;
- государственные контракты (договоры подряда) на весь период строительства с указанием формы расчетов за выполненные работы;
- сводные сметные расчеты стоимости строительства;
- заключения государственной вневедомственной экспертизы и государственной экологической экспертизы по проектной документации;
- уточненные объемы капитальных вложений и строительно-монтажных работ по переходящим стройкам.

Федеральные органы исполнительной власти — государственные заказчики ежемесячно представляют в Министерство финансов РФ информацию об использовании средств федерального бюджета, предоставленных на безвозвратной основе для финансирования государственных централизованных капитальных вложений.

Средства федерального бюджета, предоставляемые *на возвратной основе* для финансирования государственных централизованных капитальных вложений, выделяются Министерству финансов РФ в пределах кредитов, выдаваемых ЦБ РФ в установленном действующим законодательством порядке. Министерство финансов РФ направляет указанные средства заемщикам (застройщикам) через коммерческие банки в соответствии с заключенными с этими банками договорами. Перечень коммерческих банков, осуществляющих операции по финансированию заемщиков (застройщиков), определяется Правительственной комиссией по вопросам кредитной политики по представлению Министерства финансов РФ с учетом мнения ЦБ РФ и министерств и ведомств РФ.

Полученные коммерческими банками от Министерства финансов РФ средства федерального бюджета на возвратной основе для финансирования государственных централизованных капитальных вложений предоставляются заемщикам (застройщикам) на основе договоров. При заключении договоров на получение указанных средств заемщики (застройщики) представляют в банки выписки из перечня строек и объектов для федеральных государственных нужд, государственные контракты (договоры подряда), расчеты, обосновывающие сроки выхода введенных в действие производств на проектную мощность, расчеты сроков возврата выданных средств и процентов по ним, заключения государственной вневедомственной экспертизы и государственной экологической экспертизы по проектной документации и документы, подтверждающие платежеспособность заемщика (застройщика) и возвратность средств. Общий срок пользования средствами федерального бюджета, предоставленными на возвратной основе, и дата начала возврата их заемщиками (застройщиками) устанавливаются в договорах с учетом продолжительности строительства объектов и сроков выхода введенных в действие производств на проектную мощность.

Полученные коммерческими банками средства федерального бюджета, предоставленные на возвратной основе, должны использоваться строго по назначению и не могут зачисляться на депозитные счета, ис-

пользоваться для предоставления межбанковских кредитов и покупки свободно конвертируемой валюты, отвлекаться в другие операции краткосрочного характера. Средства федерального бюджета на возвратной основе предоставляются заемщикам (застройщикам) под залог зданий, сооружений, оборудования, объектов незавершенного строительства, материальных ценностей и другого имущества с оформлением соответствующих документов, предусмотренных залоговым законодательством РФ.

Возврат заемщиками (застройщиками) средств федерального бюджета, предоставляемых на возвратной основе, производится в сроки, предусмотренные заключенными договорами. Министерство финансов РФ возвращает кредит ЦБ РФ в сроки, определяемые законодательством. Проценты за пользование средствами федерального бюджета, предоставляемыми на возвратной основе, начисляются с даты их предоставления в соответствии с заключенными договорами. Выплата заемщиками (застройщиками) процентов за пользование указанными средствами начинается с даты начала возврата этих средств. Министерство финансов РФ выплачивает проценты за пользование кредитом Центрального банка России с момента образования задолженности. Процентная ставка за пользование средствами федерального бюджета, предоставляемыми на возвратной основе, не может превышать размера ставки, установленной в договоре между ЦБ РФ и Министерством финансов РФ.

Условия долгосрочных договоров между государством (представляемым Министерством финансов РФ), банками и заемщиками (застройщиками) определяются на весь срок действия договора. В случае, если после их заключения законодательством введены условия, ухудшающие положение партнеров, в договоры могут быть внесены изменения.

Банки, осуществляющие операции по финансированию: проводят проверку представленных заказчиком (застройщиком) документов, сверяют их с утвержденным перечнем строек и объектов для федеральных государственных нужд и при соответствии открывают (продолжают) финансирование строительства. В случае, если источником финансирования являются средства федерального бюджета, предоставляемые на возвратной основе, анализируют расчеты сроков возврата средств и процентов по ним и заключают с заемщиком (застройщиком) договор по установленной форме. При не подтверждении

реальности возврата заемщиком (застройщиком) средств и процентов по ним в установленные сроки, а также при задержке заемщиком (застройщиком) по его вине оформления договора сообщают об этом Министерству финансов Российской Федерации: финансируют стройки только при наличии положительных заключений государственной вневедомственной экспертизы и государственной экологической экспертизы по проектной документации.

Финансирование и кредитование строительства объектов **смешанного инвестирования** за счет средств федерального бюджета, собственных средств организаций, предприятий и других юридических и физических лиц осуществляются с соблюдением пропорций расходования бюджетных ассигнований и собственных средств в течение всего периода строительства объектов. Финансирование капитальных вложений за счет **собственных средств инвесторов**, а также за счет собственных средств банка производится по договоренности сторон. Договаривающиеся стороны самостоятельно определяют порядок внесения инвесторами (заказчиками) собственных средств на счета в банки для финансирования капитальных вложений, кредитования и взаиморасчетов между участниками инвестиционного процесса за выполненные подрядные работы и поставку оборудования, материальных и энергетических ресурсов, оказание услуг. Формы оплаты определяются договорами (контрактами).

Контрольные вопросы и задания

1. Дайте определение понятия «капитальные вложения» и характеристику их классификации по определенным признакам.
2. Раскройте содержание подходов к определению и оценке эффективности капитальных вложений.
3. Что такое «капитальное строительство» и «строительный процесс»?
4. Назовите основные этапы строительного процесса и раскройте их содержание.
5. Назовите особенности капитального строительства, как отрасли материального производства.

6. Кто выступает в качестве основных участников инвестиционного процесса? Дайте их характеристику.
7. Как осуществляются взаимоотношения между участниками инвестиционного процесса?
8. В чем особенности ценообразования на строительную продукцию? Какие элементы включает сводная смета на объект строительства?
9. Назовите формы и методы государственного регулирования инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений.
10. Каковы источники финансирования и кредитования капитальных вложений?

Глава 9

Финансовое обеспечение инвестиционного процесса

9.1. Источники финансирования инвестиций и их структура

Все виды инвестиционной деятельности хозяйствующих субъектов осуществляются за счет формируемых ими инвестиционных ресурсов.

Инвестиционные ресурсы, как было сказано выше (п. 1.3 настоящего пособия), представляют собой все виды финансовых активов, привлекаемых для осуществления вложений в объекты инвестирования. Источники формирования инвестиционных ресурсов в рыночной экономике весьма многообразны. Это обуславливает необходимость определения содержания источников инвестирования и уточнения их классификации.

Внутренние и внешние источники финансирования инвестиций на макро- и микроэкономическом уровнях

В экономической литературе при анализе источников финансирования инвестиций выделяют внутренние и внешние источники инвестирования. При этом к *внутренним источникам инвестирования*, как правило, относят национальные источники, в том числе собственные средства организаций, ресурсы финансового рынка, сбережения населения, бюджетные инвестиционные ассигнования; к *внешним источникам* — иностранные инвестиции, кредиты и займы.

Эта классификация отражает структуру внутренних и внешних источников с позиций их формирования и использования на уровне национальной экономики в целом. Но ее нельзя использовать для анализа процессов инвестирования на микроэкономическом уровне.

С позиций организации (предприятия, фирмы) бюджетные инвестиции, средства кредитных организаций, страховых компаний, негосударственных пенсионных и инвестиционных фондов и других институциональных инвесторов являются не внутренними, а внешними источниками. К внешним для организации (предприятия) источникам относятся и сбережения населения, которые могут быть привлечены на цели инвестирования путем продажи акций, размещения облигаций, других ценных бумаг, а также при посредстве банков в виде банковских кредитов.

При классификации источников инвестирования необходимо также учитывать специфику различных организационно-правовых форм, например, частных, коллективных, совместных организаций (предприятий). Так, для организаций (предприятий), находящихся в частной или коллективной собственности, внутренними источниками могут выступать личные накопления собственников организаций (предприятий). Для организаций, находящихся в совместной с зарубежными фирмами собственности, инвестиции иностранных совладельцев также следует рассматривать как внутренний для данной организации источник.

Таким образом, следует различать внутренние и внешние источники финансирования инвестиций на макроэкономическом и микроэкономическом уровнях. На макроэкономическом уровне к внутренним источникам финансирования инвестиций можно отнести: государственное бюджетное финансирование, сбережения населения, накопления организаций (предприятий), коммерческих банков, инвестиционных фондов и компаний, негосударственных пенсионных фондов, страховых фирм и т. д. К внешним — иностранные инвестиции, кредиты и займы. На микроэкономическом уровне внутренними источниками инвестирования являются: прибыль, амортизация, инвестиции собственников организации (предприятия); внешними — государственное финансирование, инвестиционные кредиты, средства, привлекаемые путем размещения собственных ценных бумаг.

При анализе структуры источников формирования инвестиций на микроэкономическом уровне (организации, предприятия, фирмы, корпорации) все источники финансирования инвестиций делят на три основные группы: собственные, привлеченные и заемные (рис. 12).

При этом собственные средства организации выступают как внутренние, а привлеченные и заемные средства — как внешние источники финансирования инвестиций.

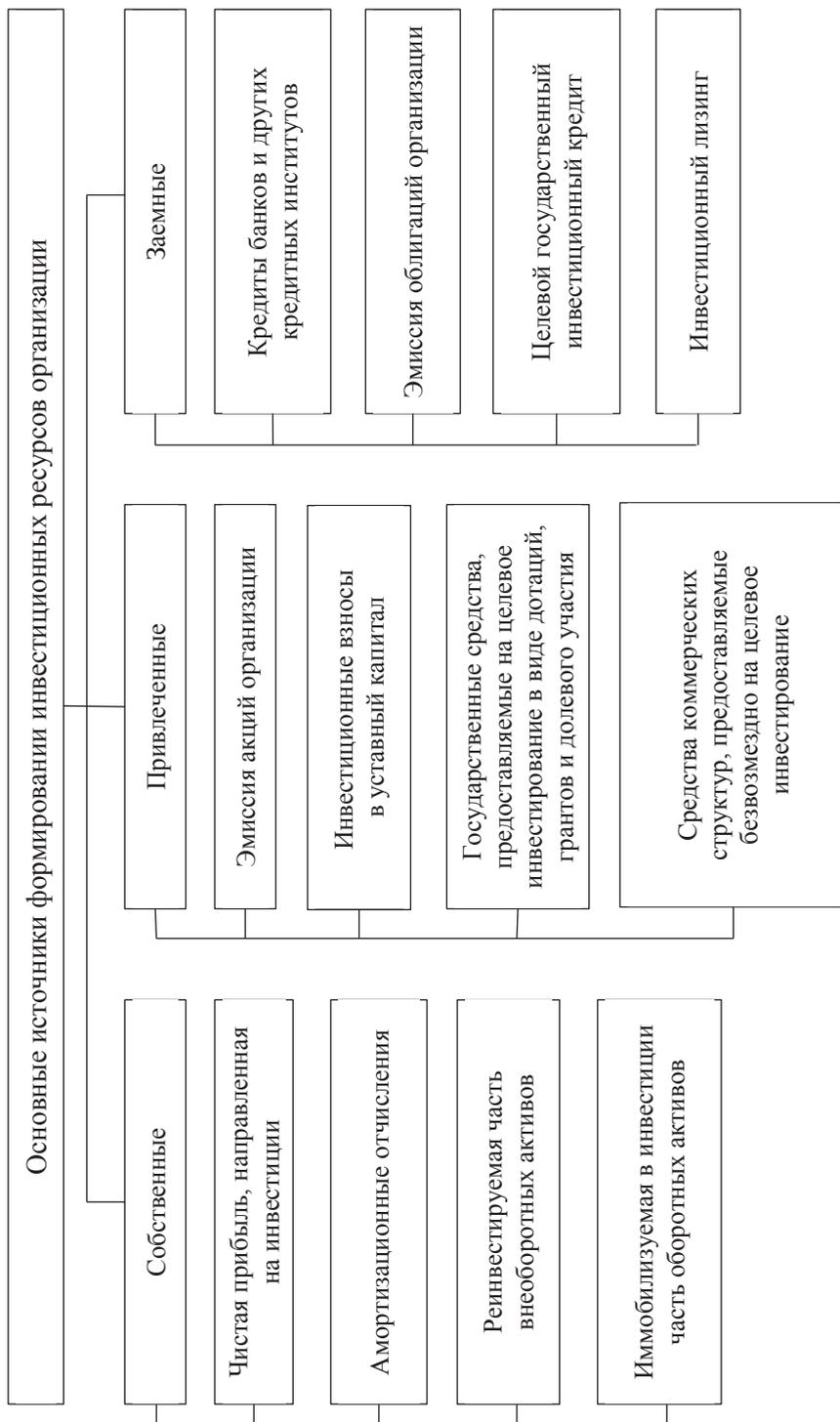


Рис. 12. Основные источники формирования инвестиционных ресурсов организации

Анализ структуры источников финансирования инвестиций на уровне фирм в странах с развитой рыночной экономикой свидетельствует о том, что доля внутренних источников в общем объеме финансирования инвестиционных затрат в различных странах существенно колеблется в зависимости от многих объективных и субъективных факторов.

В экономической литературе содержатся различные оценки соотношения между внутренними и внешними источниками финансирования инвестиций в западных странах. Ряд экономистов считает, что в послевоенный период в развитых странах наблюдается формирование двух типов соотношений между внутренними и внешними источниками финансирования инвестиций нефинансовых корпораций; один из них, характеризующийся высокой долей собственных средств в общем объеме финансирования, имеет место в США и Великобритании, другой, отличающийся высоким удельным весом привлеченных и заемных средств, — в ФРГ и Японии.

Как правило, структура источников финансирования инвестиций изменяется в зависимости от фазы делового цикла: доля внутренних источников снижается в периоды оживления и подъема, когда повышается инвестиционная активность, и растет в периоды экономического спада, что связано с сокращением масштабов инвестирования, сокращением предложения денег, удорожанием кредита. Краткая характеристика различных внешних источников финансирования инвестиционной деятельности рыночных субъектов приведена в приложении.

9.2. Общая характеристика собственных инвестиционных ресурсов организаций

Одной из важнейших форм финансового обеспечения инвестиционной деятельности организаций (фирм, компаний) является *самофинансирование*. Оно основано на использовании собственных финансовых ресурсов, в первую очередь прибыли и амортизационных отчислений.

Ключевую роль в структуре собственных источников финансирования инвестиционной деятельности организаций (предприятий) играет *прибыль*. Она выступает как основная форма чистого дохода органи-

зации (предприятия) выражающая стоимость прибавочного продукта. После уплаты налогов и других обязательных платежей в распоряжении организаций остается чистая прибыль, часть которой может направляться на инвестиции. Как правило, часть прибыли, направляемая на инвестиционные цели, аккумулируется в фонде накопления или других фондах аналогичного назначения, создаваемых в организации.

Фонд накопления выступает как источник средств хозяйствующего субъекта, используемый для создания нового имущества, приобретения основных фондов, оборотных средств и т. д. (рис. 13). Динамика фонда накопления отражает изменение имущественного состояния хозяйствующего субъекта, увеличение его собственных средств.

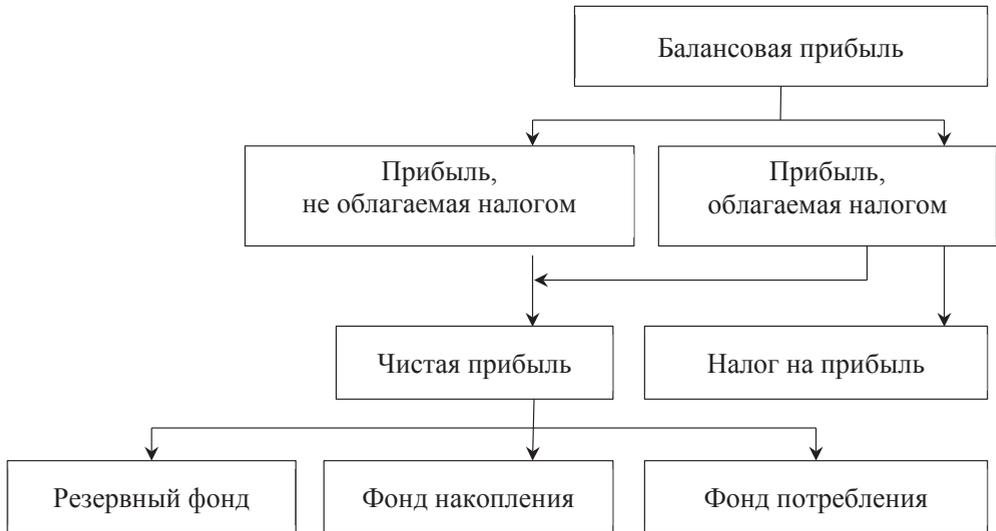


Рис. 13. Формирование фонда накопления хозяйствующего субъекта

Следующим по значению собственным источником финансирования инвестиций являются *амортизационные отчисления*. Эти отчисления образуются на предприятиях в результате переноса стоимости основных производственных фондов на стоимость готовой продукции. Функционируя длительное время, основные производственные фонды постепенно изнашиваются и переносят свою стоимость на готовую продукцию частями. Поскольку основные производственные фонды не требуют возмещения в натуральной форме после каждого воспроизводственного цикла, предприятия осуществляют затраты на их восстановление по истечении нормативного срока службы. Денежные

средства, высвобождающиеся в процессе постепенного восстановления стоимости основных производственных фондов, аккумулируются в виде амортизационных отчислений в амортизационном фонде.

Величина амортизационного фонда зависит от объема основных фондов организации и используемых методов начисления. В хозяйственной практике *определение величины амортизационных отчислений* осуществляется одним из методов с учетом особенностей:

- 1) линейным;
- 2) нелинейным (ускоренным).

Сумма амортизации определяется налогоплательщиками ежемесячно и начисляется отдельно по каждому объекту амортизируемого имущества.

Налогоплательщик применяет линейный метод начисления амортизации к зданиям, сооружениям, передаточным устройствам, входящим в 8–10-е амортизационные группы, независимо от срока ввода в эксплуатацию этих объектов. К остальным основным средствам налогоплательщик вправе применить один из вышеуказанных методов (линейный или нелинейный).

При применении *линейного метода* сумма начисленной за 1 месяц амортизации в отношении объекта амортизируемого имущества определяется как *произведение его первоначальной (восстановительной) стоимости и нормы амортизации*, определенной для данного объекта. При этом норма амортизации (H_a) определяется по формуле

$$H_a = \left(\frac{1}{n} \right) 100\%, \quad (66)$$

где n — срок полезного использования, мес.

При применении *нелинейного метода* (метода ускоренной амортизации) сумма начисленной за 1 месяц амортизации для каждой амортизационной группы (подгруппы) определяется исходя из *произведения суммарного баланса соответствующей амортизационной группы (подгруппы) на начало месяца и норм амортизации* по следующей формуле:

$$A = B \cdot \frac{H_a}{100\%}, \quad (67)$$

где A — сумма начисленной за один месяц амортизации для соответствующей амортизационной группы (подгруппы);

B — суммарный баланс соответствующей амортизационной группы (подгруппы);

H_a — норма амортизации для соответствующей амортизационной группы (подгруппы).

В целях применения нелинейного метода начисления амортизации используются следующие нормы амортизации [18, с. 225]:

Нормы амортизации при применения нелинейного метода

Амортизационная группа	Норма амортизации (месячная)
Первая	14,3
Вторая	8,8
Третья	5,6
Четвертая	3,8
Пятая	2,7
Шестая	1,8
Седьмая	1,3
Восьмая	1,0
Девятая	0,8
Десятая	0,7

Налогоплательщики вправе применять к основной норме амортизации специальные коэффициенты, но:

1) не выше 2: в отношении амортизируемых основных средств, используемых для работы в условиях агрессивной среды и (или) повышенной сменности; в отношении собственных амортизируемых основных средств налогоплательщиков — сельскохозяйственных организаций промышленного типа (птицефабрики, животноводческие комплексы, зверосовхозы, тепличные комбинаты), организаций, имеющих статус резидента промышленно-производственной особой экономической зоны или туристско-рекреационной особой экономической зоны; относящихся к объектам, имеющим высокую энергетическую эффективность в соответствии с перечнем таких объектов, установленным Правительством РФ, или к объектам, имеющим высокий класс энергетической эффективности;

2) не выше 3: в отношении амортизируемых основных средств, являющихся предметом договора финансовой аренды (договора лизинга), а также используемых только для осуществления научно-технической деятельности.

Указанные специальные коэффициенты не применяются к основным средствам, относящимся к первой – третьей амортизационным группам, которые включают машины, оборудование, транспортные средства.

Существуют следующие модификации нелинейного метода начисления амортизации.

1. *Метод уменьшающегося остатка балансовой стоимости основных фондов*: величина амортизации определяется исходя из остаточной стоимости объекта основных средств на начало отчетного года и нормы амортизации, исчисленной исходя из срока полезного использования этого объекта.

2. *Метод списания стоимости по сумме чисел лет срока полезного использования (метод дегрессивной амортизации)*: величина амортизации определяется исходя из первоначальной стоимости объекта основных средств и годового соотношения, где в числителе — число лет, остающихся до конца срока службы объекта, а в знаменателе — сумма чисел лет срока службы объекта.

3. *Метод списания стоимости пропорционально объему продукции, работ, услуг*: начисление амортизационных отчислений производится исходя из натурального показателя объема продукции (работ, услуг) в отчетном периоде и соотношения первоначальной стоимости объекта основных средств и предполагаемого объема продукции, работ, услуг за весь срок полезного использования объекта основных средств.

В странах с развитой рыночной экономикой начисление ускоренной амортизации производится методом уменьшающегося остатка балансовой стоимости основных фондов или методом суммы чисел лет срока полезного использования.

Амортизационные отчисления за весь нормативный период, рассчитанные по методу уменьшающегося остатка, не возмещают полную стоимость основных средств. В связи с этим на практике часто применяется сочетание метода уменьшающегося остатка и линейного метода. Переход к линейному методу во второй половине периода службы основных фондов позволяет достичь полной амортизации первоначальной стоимости основных средств.

При методе списания стоимости по сумме чисел лет срока полезного использования ежегодные амортизационные отчисления определяются как

$$A = \text{первоначальная стоимость} \cdot H_a, \quad (68)$$

где $N_a = 2(T - t + 1) / T(T + 1)$;

T — общий срок службы основных фондов, лет;

t — год, для которого определяется норма амортизации.

Ускоренная амортизация позволяет в первую половину срока службы основных фондов отчислять до двух третей их стоимости. Ускоренное начисление амортизационного фонда является гарантией против потерь от морального износа основных фондов, вызываемых неполным возмещением их стоимости. Остаточная стоимость основных фондов при методах ускоренной амортизации будет в любом году меньше, чем ее величина при равномерном (линейном) методе начисления амортизационных отчислений.

Разница в остаточной стоимости основных фондов при равномерном (линейном) методе амортизации по сравнению с ее величиной по ускоренным методам будет возрастать в первой половине срока их службы, а затем уменьшаться. В случае замены основных фондов по причине морального износа до окончания установленного срока их службы методы ускоренной амортизации обеспечивают сокращение потерь из-за недовозмещенной стоимости в большей мере, чем равномерный (линейный) метод амортизации.

Кроме прибыли и амортизационных отчислений источниками финансирования инвестиций выступают: реинвестируемая часть основных фондов путем продажи, иммобилизуемая в инвестиции часть излишних оборотных активов, страховые возмещения убытков, вызванных потерей имущества, другие целевые поступления.

9.3. Способы мобилизации инвестиционных ресурсов

Наряду с рассмотренными выше собственными инвестиционно-финансовыми ресурсами организации источниками финансирования инвестиционной деятельности могут служить привлеченные и заемные средства.

К *привлеченным* относят средства, предоставленные на постоянной основе, по которым может осуществляться выплата владельцам их средств дохода в виде дивидендов, процентов, которые могут фактически не возвращаться владельцам. Они могут включать: средства

от эмиссии акций, дополнительные взносы (паи) в уставный капитал, а также целевое государственное финансирование на безвозмездной или долевой основе.

Под **заемными средствами** понимаются денежные ресурсы, полученные в ссуду на определенный срок и подлежащие возврату с уплатой процента. К их числу относят: средства, полученные от выпуска облигаций, других долговых обязательств, а также кредиты банков, других финансово-кредитных институтов, государства.

Мобилизация привлеченных и заемных средств осуществляется различными способами, основными из которых являются: привлечение капитала через рынок ценных бумаг, рынок кредитных ресурсов, государственное финансирование.

Привлечение капитала через рынок ценных бумаг играет важную роль в рыночной экономике. Средства, полученные в результате эмиссии и размещения ценных бумаг, являются одним из основных источников финансирования инвестиций.

Ценные бумаги, обращающиеся на финансовом рынке, по экономическому содержанию подразделяются на два основных вида:

- *долевые*, представляющие собой непосредственную долю их владельца (держателя) в реальной собственности и делающие его совладельцем последней (обыкновенные и привилегированные акции акционерных обществ);
- *долговые*, которые характеризуются обычно твердо фиксированной процентной ставкой и обязательством эмитента выплатить сумму долга в определенный срок (классическим примером долговых ценных бумаг являются облигации).

В соответствии с критерием такого разделения финансовые средства, полученные в результате эмиссии ценных бумаг, выступают как привлеченные (по долевым ценным бумагам) и заемные (по долговым обязательствам).

Средства от **эмиссии акций** являются одним из источников, наиболее широко используемых для финансирования инвестиций, который активно применяется акционерными обществами для привлечения акционерного капитала. Увеличение собственного капитала через выпуск акций возможно при преобразовании организации, испытывающей потребность в финансовых ресурсах, в акционерное общество или при выпуске новых акций уже функционирующим акционерным обществом, которые могут размещаться как среди прежних, так и среди новых акционеров.

Следует отметить, что расширение собственного капитала может происходить и другим способом — путем капитализации части нераспределенной прибыли. При этом способе увеличения собственного капитала руководство акционерного общества с согласия собрания акционеров принимает решение не выплачивать определенную долю нераспределенной прибыли держателям обыкновенных акций в виде дивидендов, а инвестировать ее в различные виды деятельности. Оставляя прибыль в распоряжении акционерного общества, акционеры — собственники акций фактически инвестируют ее в ожидании будущего роста рыночной стоимости акций и получения возрастающего дохода по ним.

Удержание прибыли является более простым и дешевым способом пополнения акционерного капитала, поскольку в отличие от эмиссии акций оно не связано с издержками на их размещение и сбыт. Вместе с тем следует учитывать, что практика реинвестирования прибыли, затрудняя увеличение текущих дивидендов, может оказать неблагоприятное воздействие на курс акций, поскольку непрерывность дивидендных выплат (желательно с возрастанием их динамики) выступает как важнейший фактор поддержания курса акций.

При удержании прибыли средства должны быть инвестированы так, чтобы принести высокую норму дохода и компенсировать издержки уплаты дивидендов. Аналогично при продаже новых акций средства, полученные от их реализации, должны быть инвестированы таким образом, чтобы обеспечить доход, достаточный для поддержания того же дивиденда на акцию и того же курса акций, которые существовали при прежнем объеме акционерного капитала.

В целом следует учитывать, что акционирование как метод инвестирования эффективно лишь для конкурентоспособных организаций (предприятий). Эмиссия и размещение акций связаны с существенными затратами. Кроме того, существует опасность обесценения предшествующих выпусков акций, утраты контрольного пакета акций, поглощения акционерного общества другой организацией.

Одним из источников финансирования инвестиционной деятельности может быть *эмиссия облигаций*, направленная на привлечение временно свободных денежных средств населения и коммерческих структур. Срок облигационного займа, как правило, должен быть не менее продолжительным, чем средний срок осуществления инвестиционного проекта, с тем чтобы погашение обязательств по об-

лигационному долгу происходило после получения отдачи от вложенных средств.

Привлекательность облигаций для потенциальных инвесторов во многом определяется условиями их размещения. Условия облигационного займа включают: сумму и срок займа, число выпущенных облигаций, уровень процентной ставки, условия процентных выплат, дату, формы и порядок погашения, оговорки по вопросам конверсии облигаций, защиты интересов кредиторов и др. Предлагаемые условия должны быть достаточно выгодными для инвесторов и обеспечить ликвидность облигаций, в ряде случаев — возможность возврата средств по ним до истечения определенного срока при эмиссии облигаций путем купли-продажи на фондовых биржах или через инвестиционные институты внебиржевого рынка.

При выборе источников формирования инвестиционных ресурсов важно учитывать преимущества и недостатки, характерные для различных способов привлечения капитала. Доля долгосрочного заемного капитала в инвестиционно-финансовых ресурсах фирм и корпораций развитых стран составляет от 25 до 60 %. Среди заемных источников финансирования инвестиционной деятельности главную роль играют **кредиты банков**. Привлечение кредитов банка зачастую рассматривается как лучший метод внешнего финансирования инвестиций, если организация не может удовлетворить свои потребности за счет собственных средств и эмиссии ценных бумаг.

Экономический интерес в использовании кредита связан с эффектом финансового рычага. Известно, что организации, использующие только собственные средства, ограничивают их рентабельность величиной, равной примерно двум третям экономической рентабельности. Организация, использующая заемные средства, может увеличить рентабельность собственных средств в зависимости от соотношения собственных и заемных средств в пассиве баланса и стоимости заемных средств.

Инвестиционный кредит выступает как разновидность банковского кредита (как правило, долгосрочного), направленного на инвестиционные цели. Кредит выдается при соблюдении основных принципов кредитования: возвратности, срочности, платности, обеспеченности, целевого использования.

Получение долгосрочной банковской ссуды имеет ряд преимуществ перед выпуском облигаций, к ним, в частности, можно отнести:

- более гибкую схему финансирования, так как условия предоставления кредита при получении банковской ссуды могут динамично изменяться в соответствии с потребностями заемщика;
- возможность выигрыша на разнице процентных ставок;
- отсутствие затрат, связанных с регистрацией и размещением ценных бумаг.

Формы предоставления инвестиционного кредита могут быть различными. Наиболее часто используются: срочные ссуды и возобновляемые ссуды, конвертируемые в срочные, кредитные линии.

Срочные ссуды представляют собой ссуды, выдаваемые под определенную целевую потребность в средствах на конкретный срок.

Возобновляемые ссуды, конвертируемые в срочные, предполагают автоматическое предоставление и погашение кредита в рамках определенного лимита и периода времени (2–3 года) с последующим реоформлением в срочные ссуды.

Кредитная линия открывается, как правило, надежным заемщикам. При выдаче кредита путем открытия кредитной линии заемщик получает право в течение срока ее действия пользоваться предоставляемыми банком средствами в рамках установленного лимита. Кредитная линия может быть невозобновляемой или возобновляемой. При оформлении инвестиционного кредита часто используется целевая (рамочная) кредитная линия, предполагающая предоставление средств на реализацию определенного проекта.

Важным условием выдачи кредита является его обеспечение. Основными видами обеспечения, применяемыми в банковской практике, выступают: залог, поручительство, гарантия, страхование кредитного риска. Особое место среди залоговых форм финансирования занимают долгосрочные ссуды, выдаваемое под залог недвижимости — ипотечный кредит.

Характерными чертами *ипотечного кредита* являются использование в качестве залога недвижимого имущества и длительный срок ссуды. Ипотечный кредит предоставляется, как правило, банками, специализирующимися на выдаче долгосрочных ссуд под залог недвижимости. К таким банкам обычно относятся ипотечные и земельные банки. В мировой практике кредитования используются различные виды систем ипотечного кредитования, в частности:

- система, включающая элементы ипотеки и оформления кредитов под залог объекта нового строительства с постепенным предоставлением сумм кредита;

- система, базирующаяся на оформлении закладной на имеющуюся недвижимость и получения под нее кредита на новое строительство;
- система, предусматривающая смешанное финансирование, при которой наряду с банковским кредитом используются дополнительные источники финансирования (жилищные сертификаты, средства граждан, организаций, предприятий, муниципалитетов и др.);
- система, предполагающая заключение контракта на куплю-продажу имеющейся недвижимости с отсрочкой передачи прав на нее на срок нового строительства.

Государственное финансирование осуществляется чаще всего в рамках государственных программ поддержки предпринимательства на федеральном и региональном уровнях. Выделяют четыре основных вида государственного финансирования инвестиций: гранты и дотации, доленое участие, прямое (целевое) кредитование, предоставление гарантий по кредитам.

При финансировании путем предоставления *грантов и дотаций* денежные средства обычно выделяются под конкретный проект на безвозмездной основе.

Долевое участие государства предполагает, что оно через свои структуры выступает в качестве долевого вкладчика, остальная часть необходимых инвестиционных вложений осуществляется коммерческими структурами.

Прямые (целевые) кредиты предоставляются, как правило, конкретной организации (или под определенный инвестиционный проект) на льготной основе. Вместе с тем государство устанавливает величину процентных ставок, срок и порядок возврата кредита.

При *предоставлении гарантий по кредитам* организация получает кредит от коммерческой структуры, а правительство через определенные институты выступает гарантом возврата данного кредита, выплачивая сумму кредита в случае невыполнения своих обязательств организацией.

Источники внешнего финансирования инвестиционной деятельности в рыночной экономике характеризуются значительным многообразием. С развитием финансовых рынков ***модифицируются традиционные и возникают новые способы мобилизации капитала.***

Важным источником мобилизации инвестиционного капитала для организаций, имеющих иные, чем акционерные общества, органи-

зационно-правовые формы, является расширение уставного фонда за счет *дополнительных взносов (паев)* внутренних и сторонних инвесторов. Этот источник по-своему характеру может быть классифицирован как привлеченные средства. К этим средствам относят также *инвестиционные взносы*. Инвестиционный взнос представляет собой вложение денежных средств в развитие организации. При этом инвестор может иметь право на получение дохода в виде процента в размере и в сроки, определенные договором или положением об инвестиционном взносе.

Кроме того, в практике финансового менеджмента известны и другие приемы мобилизации инвестиционных ресурсов, применяемые самостоятельно или в комбинации с эмиссией основных ценных бумаг. Например, к ним относятся: опционы, залоговые операции и ипотека, лизинг, франчайзинг, процентные свопы, рассмотренные в п. 3.5 настоящего учебного пособия.

Среди прочих способов мобилизации инвестиционных ресурсов принципиально новым инструментом финансирования рискованных предприятий и стимулирования научно-технического прогресса является *венчурный капитал*, который представляет собой инвестиции в новые сферы деятельности, связанные с большим риском. Финансируются обычно организации, работающие в области высоких технологий. Существуют механизмы венчурного финансирования, сочетающие различные виды капитала: акционерный, ссудный, предпринимательский. Однако в основном венчурный капитал имеет форму акционерного капитала. Венчурное финансирование отличается от традиционного — банковского кредитования и инвестирования и является весьма привлекательным способом помещения капитала (средняя прибыль составляет 20–25%), более подробно оно будет рассмотрено далее, в гл. 10.

9.4. Привлечение иностранных инвестиций

В настоящее время в условиях ускоряющейся глобализации мировой экономики между странами развернулась острая конкуренция по поводу привлечения иностранных инвестиций как источника финансирования инвестиционной деятельности. С этой целью для них

создается благоприятный инвестиционный климат. При его изучении в любой стране используются показатели, характеризующие особенности хозяйственного законодательства, общеэкономические условия инвестирования и стабильность экономического развития, социально-политическую ситуацию и т. д. Особое внимание уделяется анализу действующего законодательства о компаниях, валютному режиму репатриации капитала и перевода прибылей, налоговой системе.

Иностранные инвестиции (foreign investment) представляют собой капитальные и финансовые вложения, предусмотренные Федеральным законом «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» от 09.07.1999 г. № 160-ФЗ, в объекты инвестиционной деятельности на территории исследуемого государства.

Особое значение при анализе иностранных инвестиций имеет выделение прямых, портфельных и прочих инвестиций. Именно в данном разрезе отражается движение иностранных инвестиций в соответствии с методологией Международного валютного фонда в платежных балансах стран.

Прямые иностранные инвестиции — категория международной инвестиционной деятельности, отражающая стремление хозяйственной единицы резидента одной страны приобрести устойчивое влияние на деятельность организации (предприятия) в другой иностранных компаний стране. Они вкладываются в создание филиалов и отделений иностранных компаний и совместных предприятий, установление контроля над местной компанией путем приобретения контрольного пакета акций или так называемых мажоритарных³⁹ частей, дающих право контроля, в расширение деятельности филиалов, в том числе за счет реинвестиции прибыли. Они выступают как вложения иностранных инвесторов, дающих им право контроля и активного участия в управлении организацией (предприятием) на территории другого государства.

Согласно классификации органа Генеральной Ассамблеи ООН ЮНКТАД⁴⁰ к прямым иностранным инвестициям относят зарубежные

³⁹ *Мажоритарный* (от франц. majorite — большинство).

⁴⁰ *ЮНКТАД* — Конференция ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД: англ. United Nations Conference on Trade and Development — UNCTAD) — орган Генеральной Ассамблеи ООН. Создан в 1964. Основная функция: поощрять международную торговлю, в частности между странами разных уровней развития и имеющими различные социальные и экономические системы.

вложения, предполагающие долговременные отношения между партнерами с устойчивым вовлечением в них экономических агентов одной страны (иностранный инвестор или «материнская» фирма) с их контролем за хозяйственной организацией, расположенной в принимающей стране. Соответственно к ним рекомендуется причислять:

- приобретение иностранным инвестором пакета акций организации, в которую он вкладывает свой капитал, в размере не менее чем 10–20 % суммарной стоимости объявленного акционерного капитала;
- реинвестирование прибыли от деятельности указанной организации в части, соответствующей доле инвестора в акционерном капитале и остающейся в его распоряжении после распределения дивидендов и репатриации части прибыли;
- внутрифирменное предоставление кредита или равноценная операция по урегулированию задолженности в отношениях между «материнской» фирмой и ее зарубежным филиалом.

Портфельные инвестиции представляют собой вложения средств в приобретение акций и других ценных бумаг местных, так называемых миноритарных⁴¹ частей, не дающих права контроля, и предоставление займов и кредитов иностранным юридическим лицам. К разряду портфельных инвестиций относят вложения иностранных инвесторов, осуществляемые с целью получения не права контроля за объектом вложения, а определенного дохода.

В соответствии с положениями ЮНКТАД портфельные инвестиции, в отличие от прямых, представляют собой вложения в покупку акций, не дающих право вкладчикам влиять на деятельность предприятия и составляющих менее 10 % общего объема акционерного капитала. К ним также относят вложения зарубежных инвесторов в облигации, векселя, другие долговые обязательства, государственные и муниципальные ценные бумаги. В большинстве случаев такие инвестиции производятся на рынке свободно обращающихся ценных бумаг.

Прочие иностранные инвестиции — инвестиции, не подпадающие под определение прямых, портфельных. Среди них выделяются торговые кредиты (предварительная оплата и предоставление кредитов для импортно-экспортных операций) и прочие кредиты, полученные

⁴¹ *Миноритет* — меньшинство (при голосовании).

не от прямых инвесторов, в том числе кредиты, поступившие от международных финансовых организаций, банковские вклады.

Количественные границы между прямыми и портфельными инвестициями довольно условны⁴². Обычно предполагается, что вложения на уровне 10–20 % и выше акционерного (уставного) капитала предприятия являются прямыми, менее 10–20 % — портфельными. Так как цели, преследуемые прямыми и портфельными инвесторами, различаются, то такое деление представляется вполне целесообразным. Выделение прочих инвестиций связано со спецификой вложений.

Приоритетное значение имеют прямые иностранные инвестиции, поскольку они оказывают существенное воздействие на национальную экономику и международный бизнес в целом. Роль прямых иностранных инвестиций заключается в следующем:

- способности активизировать инвестиционные процессы в силу присущего инвестициям мультипликативного эффекта;
- содействию общей социально-экономической стабильности, стимулировании вложений в материальную базу (в отличие от спекулятивных и нестабильных портфельных инвестиций, которые могут быть внезапно выведены с негативными последствиями для национальной экономики);
- сочетании переноса практических навыков и квалифицированного менеджмента со взаимовыгодным обменом ноу-хау, облегчающим выход на международные рынки;
- активизации конкуренции и стимулировании развития среднего и малого бизнеса;
- способности при правильной организации, стимулировании и размещении ускорить развитие отраслей и регионов;
- содействии росту занятости и повышению уровня доходов населения, расширению налоговой базы;

⁴² В международной статистике доля иностранного участия в акционерном капитале, обеспечивающая контроль над предприятием, принимается равной 25%. Вместе с тем, по различным странам она существенно варьируется (в США — 10%; Германии, Великобритании — 20%; Канаде — 50%). По определению Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) к прямым инвестициям относят вложения на уровне 10% и выше обыкновенных акций, дающих контроль над соответствующим количеством голосов, или так называемым эффективным голосом в управлении предприятием.

- стимулировании развития производства экспортной продукции с высокой долей добавленной стоимости, инновационных товаров и производственных технологий, управления качеством, ориентации на потребителя.

Возрастание роли прямых иностранных инвестиций в современной экономике во многом связано с деятельностью транснациональных корпораций (ТНК) и расширением масштабов международного производства.

В настоящее время на *международном финансовом рынке* можно выделить три полюса мирохозяйственных связей: европейский, североамериканский и азиатско-тихоокеанский.

Европейский полюс объединяет индустриально развитые страны, входящие в Европейский союз, а также страны Восточной Европы, Ближнего Востока, традиционно тяготеющие к финансовому рынку Швейцарии. Этот рынок характеризуется годовыми объемами капитала в 9 трлн долл., наличием наиболее дешевых и долгосрочных ресурсов, предоставляемых иностранным инвесторам из расчета 2–4 % годовых.

Североамериканский полюс охватывает в основном рынки США и Канады с годовыми объемами капитала в 18 трлн долл. Финансовым центром является США. Рынок отличается существенной долей импортируемых финансовых ресурсов, большим объемом сделок с ценными бумагами с иностранными инвесторами. Для распространения ценных бумаг иностранных эмитентов применяются различные схемы депонирования ценных бумаг в иностранных банках с последующим выпуском в США депозитарных расписок.

Азиатско-тихоокеанский полюс (АТП) мирохозяйственных связей представлен странами Юго-Восточной Азии и Океании. Финансовые ресурсы АТП концентрируются на рынке Японии, годовые объемы капитала превышают 6 трлн долл. Этот рынок в основном базируется на собственных ресурсах и по сравнению с рынком США характеризуется невысокой долей заемного капитала. Крупнейшими импортерами ресурсов рынка Японии являются Китай, страны Океании и Юго-Восточной Азии, а также в последние годы — страны Латинской Америки и Западной Европы. В настоящее время отмечается рост тяготения АТП к европейскому рынку, все большая часть финансово-хозяйственных связей сосредоточивается между Японией и Швейцарией.

Распределение объемов прямых инвестиций между различными группами стран выглядит следующим образом: около 65 % приходится на индустриально развитые страны, более 30 % — на развивающиеся страны и менее 5 % — на страны Центральной и Восточной Европы, включая Россию. В настоящее время происходит постепенное изменение основных условий международной экономической деятельности.

Страны — импортеры капитала, разрабатывая программы привлечения иностранных инвестиций, должны учитывать, что они могут оказывать на экономику принимающей страны как положительное, так и отрицательное воздействие. К числу положительных эффектов относятся увеличение объема капиталовложений, расширение производства, ускорение экономического развития, улучшение состояния платежного баланса за счет притока средств, использование передовых технологий, организационного и управленческого опыта и т. д. К отрицательным эффектам относятся ухудшение состояния платежного баланса из-за перевода прибыли на иностранные инвестиции и репатриации капиталов, возможная деформация структуры национальной экономики, упадок традиционных отраслей, подавление местных производителей, ухудшение состояния окружающей среды в результате перевода в страну «грязных» производств и хищнической эксплуатации местных ресурсов, отрицательное воздействие на социально-культурные условия, связанное с игнорированием национальных традиций, насаждением чуждых форм организации производства, образа жизни, моделей потребления, усиление технологической и экономической зависимости. Во многих странах существуют ограничения для иностранных инвесторов в таких отраслях, как военное производство, некоторые отрасли добывающей промышленности, сфера транспорта и финансовых услуг, средства массовой информации.

Возможности привлечения иностранных инвестиций во многом зависят от того, какие условия для деятельности иностранных инвесторов созданы в принимающей стране, насколько благоприятен ее инвестиционный климат.

Инвестиционный климат страны — совокупность политических, социально-экономических, финансовых, организационно-правовых, природных и иных условий, определяющих привлекательность и целесообразность инвестирования в экономику страны и способствующих сокращению уровня риска. Оценка инвестиционного климата предполагает учет экономических условий, государственной инвести-

ционной политики, нормативно-правовой базы инвестиционной деятельности, информационного, фактологического, статистического материала о состоянии различных его составляющих, позволяет определить уровень инвестиционного риска

Создание благоприятного инвестиционного климата во многом зависит от действующей системы **правового регулирования иностранных инвестиций** так называемой системы приема капитала. Под *системой приема капитала* понимают совокупность правовых актов и институтов, регламентирующих государственную политику в части зарубежных вложений.

В странах с развитой рыночной экономикой по отношению к иностранным инвесторам используется *национальный режим*, в соответствии с которым деятельность компаний с иностранным участием регулируется национальным законодательством, не содержащим различий в регламентации хозяйственной деятельности национальных и зарубежных инвесторов. Иностранные инвесторы могут иметь доступ к местным производственным, трудовым и финансовым ресурсам, создавать предприятия на основе любой организационно-правовой формы деятельности, принятой в данной стране, осуществлять хозяйствование на тех же условиях, что и национальные предприниматели, пользоваться значительными местными льготами. Национальные инвестиционные законодательства, направленные на сохранение национального суверенитета и экономической безопасности, устанавливают ограничения на вложения иностранных инвесторов в определенные отрасли и производства, на вывоз прибыли, определяют предельные размеры доли участия иностранных инвесторов в капитале национальной компании, особый порядок допуска иностранных инвесторов и их регистрации.

Важным условием привлечения иностранных инвестиций, способствующим минимизации рисков зарубежных инвесторов, является их **государственное гарантирование прав и интересов зарубежных инвесторов**, которое может осуществляться: на основе конституций или специальных нормативных актов; в рамках межгосударственных соглашений о защите и стимулировании иностранных инвестиций; через участие в Конвенции по урегулированию инвестиционных споров между государствами и гражданами других стран.

В конституциях многих стран содержатся положения о неприкосновенности собственности и о возможности ее экспроприации только

в строго определенных случаях (как правило, при нарушении общественных интересов). Конституционно закрепляются права на справедливую компенсацию и способы урегулирования споров при несогласии собственника с фактом, размерами, сроками конфискации. Эти гарантии обычно распространяются и на иностранных собственников. В странах, где приняты специальные законы и кодексы в области инвестиционной деятельности, отмеченные положения конкретизируются в данных нормативных актах.

Межгосударственные соглашения о взаимной защите и поощрении иностранных инвестиций включают в себя, как правило, следующие обязательства: создание благоприятного режима для капитальных вложений при инвестиционной и связанной с ней деятельности иностранных инвесторов; обеспечение защиты иностранной собственности; гарантии в отношении беспрепятственного перевода доходов от иностранных инвестиций и соответствующей компенсации в случае экспроприации иностранной собственности; рассмотрение споров по вопросам иностранных капиталовложений в третейских судах.

Участие в Конвенции по урегулированию инвестиционных споров между государствами и гражданами других стран обеспечивает возможность разрешения споров между принимающей страной и иностранными инвесторами путем арбитража, широко применяемого в международной экономической практике. Вопросы гарантирования иностранных инвестиций содержатся также в ряде других документов, одобренных специальными международными организациями.

9.5. Проектное финансирование: сущность, источники и организация финансирования

В настоящее время получил распространение метод финансирования инвестиционных проектов, при котором основным обеспечением предоставляемых банком кредитов является сам проект, т. е. те доходы, которые получит создаваемое или реконструируемое предприятие в будущем, который получил название *проектное финансирование*. Проектное финансирование называют еще финансированием с определе-

нием регресса⁴³. Законодательно проектное финансирование прописано в Законе РФ «О соглашении о разделе продукции» от 30.12.1995 г. № 226-ФЗ (в ред. от 18.06.2001 г. № 75-ФЗ).

Значительная часть ИП должна финансироваться за счет собственных средств учредителей. Такая практика соответствует общему подходу к финансированию новых проектов, состоящему в том, что расходы и риски преимущественно должны нести инициаторы (учредитель) проекта, которые как акционеры имеют возможность получать высокие доходы, в то время как кредиторы могут рассчитывать только на своевременный возврат кредита и процентов. Финансовые термины часто трактуются неоднозначно, этой участи не избежал и термин «проектное финансирование». Приведем некоторые формулировки, трактующие его *сущность*.

Проектное финансирование — это финансирование инвестиционного проекта, ориентированного на получение дохода; при этом кредиторы в первую очередь рассматривают денежные потоки проекта как источник погашения кредита и обеспечивают свой кредит *закладной* на основные средства и *передачей прав собственности на имущество* проектных контрактов.

В международной практике под *проектным финансированием* понимается финансирование инвестиционных проектов, характеризующееся особым способом обеспечения возвратности вложений, в основе которого лежат *инвестиционные качества самого проекта*, те доходы, которые получит создаваемое или реконструируемое предприятие в будущем.

Таким образом, из приведенных определений следует, что проектное финансирование характеризуется особым способом обеспечения, в основе которого лежит подтверждение реальности получения запланированных потоков наличности путем выявления и распределения всего комплекса, связанного с проектом *рисков* между сторонами, участвующими в его реализации (подрядные организации, финансовые учреждения, государственные органы, поставщики сырья, потребители конечной продукции).

Специфический механизм проектного финансирования включает анализ технических и экономических характеристик ИП и оценку свя-

⁴³ *Регресс* (от лат. regressus — обратное движение) — требование о возмещении предоставленной в заем суммы.

занных с ним рисков, а базой возврата денежных средств служат доходы проекта, остающиеся после покрытия всех издержек. *Необходимыми характеристиками* проектного финансирования служат наличие большого объема капитала, долгосрочных активов проекта, стабильного спроса на продукцию, а его *составляющими* являются: конструирование модели денежных потоков, анализ денежных потоков и рисков проекта, проверка на чувствительность, выявление потенциальных кредиторов и/или инвесторов, выбор соответствующих финансовых инструментов, создание корпоративной структуры для реализации проекта, обсуждение условий коммерческих контрактов, создание структуры обеспечения в проектном финансировании.

Составляющими успеха проектного финансирования выступают: компетентность участников с хорошей репутацией, благоприятные рыночные условия, конкурентоспособные капитальные и эксплуатационные затраты, соответствующая технология, официальная поддержка, подходящая законодательная база, т. е. реализуется «нужный проект, в нужном месте, в нужное время, с нужными участниками».

Почему некоторые проекты терпят крах? Здесь возможно несколько причин: не учитываются все расходы, слишком оптимистичные прогнозы доходов, плохое управление, неподходящие выбраны технологии, отказ в получении официальной поддержки, неправильное распределение времени, непредвиденный рост инфляция и/или потери на разнице валютных курсов.

Преимуществами проектного финансирования является то, что оно, во-первых, разделяет кредитоспособность проекта и спонсора; во-вторых, обеспечивает тщательный анализ денежных потоков и рисков; в-третьих, обеспечивает надежную аналитическую основу для анализа любого проекта.

Традиционными *сферами* его *применения* выступают: освоение природных ресурсов (нефть, газ и т. д.); транспорт (платные дороги, мосты, туннели); энергетика; телекоммуникации; крупные промышленные проекты. Новые же сферы применения — это здравоохранение (больницы, клиники), образование (строительство школ), тюрьмы (их строительство и управление).

Проектное финансирование характеризуется широким составом кредиторов, что обуславливает возможность организации *консорциумов*, интересы которых представляют, как правило, наиболее крупные кредитные институты — банки-агенты. В качестве *источников финан-*

сирования могут привлекаться средства международных финансовых рынков, финансовых, инвестиционных, лизинговых и страховых компаний, специализированных агентств экспортных кредитов, долгосрочные кредиты Международного банка реконструкции и развития (МБРР), Международной финансовой корпорации (МФК), Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР). Крупные банки, занимающиеся финансированием ИП, для организации, контроля и анализа реализации проектов имеют специализированные подразделения.

К источникам проектного финансирования относятся:

- акционерный капитал. Акционерный капитал — это прямые инвестиции владельцев проекта. Инвестиции могут быть выражены либо в денежной форме, либо в форме товаров и услуг. Виды акционерного капитала: обычный, привилегированный, конвертируемый;
- краткосрочные кредиты. Они служат для удовлетворения потребности в краткосрочном операционном и оборотном капитале, для финансирования поставки сырья, обычно «самоликвидируются», предоставляются банками и/или поставщиками;
- средне- и долгосрочные кредиты. Они в идеале, используются постепенно, и график погашения соответствует денежным потокам проекта, доступность и цена в значительной степени зависят от страны и проекта. Такие кредиты могут предоставляться официальными кредиторами, коммерческими банками, лизинговыми компаниями и рынками капитала. Примеры типов средне- и долгосрочных кредитов: синдицированные кредиты (внутренние и международные), экспортные кредиты, выпуск облигаций;
- льготные ссуды и субсидии, которые представляют собой ссуды со сроком погашения до 40 лет, в зависимости от кредитора и заемщика; иногда предлагаются очень низкие процентные ставки; «связанные» и «несвязанные» ссуды; часто требуется гарантия правительства;
- бартер и встречная торговля, выступают как прямой обмен товарами, деньги используются только как мера стоимости; может использоваться для оплаты необходимых проекту товаров и услуг за счет поставки готовой продукции; встречная торговля, зачетные сделки и обратная покупка — разновидности бартера.

Документация, необходимая для оформления кредита включает: описание проекта; стороны-участники проекта; сумма, график испол-

зования и погашения, процентные ставки; условия, предшествующие вступлению кредитного договора в силу; уведомления; обязательства договора, залог и гарантии (например, «негативное обязательство»); финансовые проверки, технические отчеты; арбитраж; регламентирующее законодательство; юрисдикция (дает право решать правовые вопросы).

Существуют различные **формы (схемы) организации проектного финансирования**.

Банковская практика выделяет *три формы проектного финансирования*:

1. **Без права регресса на заемщика** — обусловлено высокой степенью риска, так как кредитор не имеет никаких гарантий от заемщика и все риски кредитор принимает на себя. Стоимость подобной формы финансирования очень высока. Банк-кредитор принимает на себя весь риск, связанный с реализацией проекта, оценивая лишь потоки наличности, генерируемые проектом и направляемые в погашение кредитов. Без регресса на заемщика финансируются высокорентабельные проекты. Как правило, этими проектами предусматривается выпуск конкурентоспособной продукции (например, проекты, связанные с добычей и переработкой полезных ископаемых). Эта форма проектного финансирования на практике встречается значительно реже. Финансирование по такой схеме является наиболее дорогостоящим для заемщика. Поэтому кредитор за большой риск желает получить наибольшую выгоду.

2. **С ограниченным правом регресса на заемщика** — предусматривает распределение всех рисков между его участниками. Подрядчики гарантируют завершение освоения капиталовложений, ввод объекта кредитования в эксплуатацию, соблюдение сметной стоимости и при определенных условиях берут на себя возмещение убытков, связанных с задержкой ввода объекта в эксплуатацию и превышением сметной себестоимости. Кредитору выдается обязательство, гарантирующее своевременную уплату заемщиком суммы основного долга и начисленных процентов. Цена проекта умеренна и заставляет всех его участников быть задействованными в эффективной реализации проекта. Эта форма проектного финансирования является весьма распространенной. При этой форме финансирования все риски, связанные с реализацией проекта, распределяются между всеми сторонами в зависимости от участия каждой из них. Например, заемщик несет все риски, свя-

занные с эксплуатацией объекта; подрядчик берет на себя риск за завершение строительства и т. д.

3. *С полным регрессом на заемщика* — имеет ограниченную ответственность кредиторов проекта, где риски приходятся на заемщика, цена «займа» невысокая. В этом случае кредитор не принимает на себя никаких рисков, связанных с проектом, ограничивая свое участие предоставлением средств против гарантий спонсоров (организаторов) проекта или третьих сторон, не анализируя (или в некоторых случаях анализируя) генерируемые проектом потоки наличности. Эта форма проектного финансирования является наиболее распространенной и вызвано это тем, что она отличается быстротой получения необходимых инвестору средств, а также более низкой стоимостью кредита. Эта форма проектного финансирования применяется в следующих случаях:

- предоставление средств для финансирования проектов, выполняемых по заказам государства, имеющих возможность погасить кредиты за счет других доходов заемщика;
- предоставление средств в форме экспортного кредита;
- предоставление средств для финансирования небольших проектов, не предусмотренных первоначальными расчетами.

Среди используемых *зарубежными банками* моделей проектного финансирования можно выделить несколько *схем*.

Схема финансирования под будущие поставки продукции, которую относят к формам финансирования *с ограниченным регрессом на заемщика*, подкрепляемым контрактами, в которых предусматриваются безусловные обязательства покупателя типа «брать и платить» и «брать или платить» с третьими кредитоспособными сторонами. Эта схема предполагает участие как минимум трех сторон: кредиторов (банковский консорциум), проектной (специальной компании, занимающейся непосредственно реализацией ИП) и посреднической компании — покупателя продукции. При этой схеме механизм действий следующий: банковский консорциум, финансирующий проект, предоставляет кредит посреднической компании, которая, в свою очередь, передает денежные средства проектной компании в форме аванса за будущую поставку последней определенного количества продукции по фиксированной цене, достаточной для погашения долга. Погашение кредитов увязывается с движением денежных потоков от реализации поставляемой продукции.

К другим формам проектного финансирования можно отнести схемы:

- «**строительство-эксплуатация-передача**», в соответствии с которой на основе получения от государственных органов концессии группа учредителей создает компанию, в обязанности которой входят финансирование и организация строительства объекта. После завершения работ эта компания получает право эксплуатации или владения объектом. Государство может содействовать реализации ИП путем заключения контракта на покупку объекта по фиксированной цене или опционной сделки, предоставления гарантий банку, кредитующему проект;
- «**строительство-владение-эксплуатация-передача**», при этой схеме организация финансирования ИП предполагает получение специальной компанией от государства лицензии на основе *франчайзинга*. Здесь имеет место кредитование непосредственно специальной компанией под гарантии правительства.

При использовании вышеназванных схем происходит распределение проектных рисков между участниками (специальной компанией-подрядчиком, кредитором-банком или их группой и государством), закрепляемое в концессионном договоре или франчайзинг-соглашении, обеспечивается взаимная заинтересованность участников проекта в своевременном и эффективном его осуществлении.

В результате разумного распределения рисков уменьшается цена финансирования. С этой целью, как правило, проводится анализ рисков, который включает: механизм принятия решений, соотношение риск/прибыль, схему проектного риска, контролируемые и неконтролируемые риски, отношение кредиторов к рискам. В *зарубежной практике* выделяют **две категории рисков** в зависимости от периода инвестиционного процесса:

1. Период строительства — *риски до окончания работ*, включающие: закрытие проекта, задержки при строительстве/начале работ, превышение издержек, физический ущерб предприятию, недостаточное финансирование, технические повреждения или износ.

2. Период эксплуатации — *риски после окончания работ*, которые в свою очередь подразделяются на:

- операционные/производственные риски, в состав которых входят: физический ущерб предприятию, поломка оборудования, недостаток энергии или сырья, низкое качество материалов,

недостаток рабочей силы, неэффективное управление, забастовки, проблемы с транспортом;

- рыночные риски, включают: цены на реализуемую продукцию ниже прогнозируемых, объем продаж ниже прогнозируемого;
- риски издержек, к которым относят: издержки превышающие прогнозы, валютные риски, процентные риски, обязательства сотрудников/третьих лиц, издержки, связанные с охраной окружающей среды;
- внешние риски, включают: экспроприацию⁴⁴, перевод валюты, право требования, политические риски.

Основными формами обеспечения рисков являются:

- именованное кредитование — основано на анализе финансового положения;
- кредитование под обеспечение активами — доля номинальной стоимости, изменчивость рыночной стоимости;
- проектное финансирование, включающее финансирование «без права регресса» или «с ограниченным правом регресса».

Компонентами структуры обеспечения рисков в проектном финансировании являются: закладная на активы проекта, потоки дохода (денежные потоки) от проекта, распределение риска условиями контракта.

Все вышеуказанное подкрепляется тщательным анализом рисков и чувствительности проекта. Формы обеспечения для рисков до и после окончания работ представлены ниже.

Формы обеспечения для рисков до окончания работ

Риск	Формы обеспечения	Кто предоставляет
Закрытие проекта	Гарантия возмещения дефицита наличности	Акционеры
Задержки при начале работ	Штрафная оговорка в контракте Страхование авансовой прибыли	Подрядчик Страховщик
Превышение затрат	Контракт «под ключ» с фиксированной ценой, со штрафными оговорками	Подрядчик

⁴⁴ *Экспроприация* (франц. expropriation, от лат. ex — из и proprius — собственный) — принудительное изъятие чего-либо, лишение собственности.

Риск	Формы обеспечения	Кто предоставляет
Технические повреждения	Гарантии Профессиональная гарантия возмещения убытка	Поставщики Страховщики
Физический ущерб	Страхование на случай перестройки/страхование прибыли	Страховщики
Износ	Штрафная оговорка в контрактах (при задержке окончания работ) Гарантия возмещения дефицита наличности	Подрядчик Акционеры

Формы обеспечения для рисков после окончания работ

Риск	Формы обеспечения	Кто предоставляет
Риск сбыта	Долгосрочные договора купли-продажи с указанием минимальной цены/цены по формуле	Продавцы
Невыполнения плана выпуска продукции	Страхование (на случай материального ущерба/приостановки работ/морское). Долгосрочные контракты на поставки	Страховщики Поставщики
Неэффективное управление	Договор об управлении	Руководитель
Превышение издержек	Указание в контракте фиксированной цены/цены по формуле. Фондирование на случай непредвиденных обстоятельств	Поставщики Финансовый план
Увеличение финансовых издержек	Суды с фиксированной процентной ставкой или своп-контракты	Финансовый партнер
Валютные риски	Форвардные валютные контракты или свопы	Финансовый партнер
Экспроприация или ограничения по валютным операциям	Безотзывное разрешение/страхование	Соответствующий правительственный орган

Основными типами гарантий для рисков в проектной финансировании выступают:

- прямые, куда входят безусловная гарантия полной оплаты поручителем с надежным финансовым положением и обеспечение наличными;
- ограниченные, включающие ограничение суммы, времени и др.

С учетом важности координации инвестиционной деятельности в России создан Федеральный центр проектного финансирования (ПАО «ФЦПФ»), цель которого — эффективное содействие привлечению финансовых средств, в том числе внешнего финансирования, и обеспечение реализации ИП, имеющих приоритетный для национальной экономики характер.

Вместе с тем проектное финансирование имеет *ряд проблем*, к которым относятся: недостаточное наличие отечественного опыта в разработке крупных ИП; отсутствие квалифицированных менеджеров по управлению данными ИП; недостаточность ресурсов для широкомасштабного финансирования капиталоемких проектов; низкая квалификация участников проектного финансирования; отсутствие разработанного и законодательно утвержденного механизма распределения рисков между участниками и другие факторы, усугубляющие проектные риски.

В сложившихся условиях решение проблем требует *комплексного подхода*, учитывающего интересы различных сторон. Его *важнейшие составляющие*: усиление роли государственных гарантий страхования проектных рисков, налоговое стимулирование механизмов инвестирования, развитие межбанковского сотрудничества в области совместного кредитования ИП. Существенное значение для развития проектного финансирования имеет изучение возможностей *адаптации опыта мировой практики к российским условиям*. Подводя итог, следует отметить, что в РФ проектное финансирование находится в начальной стадии своего развития.

Контрольные вопросы и задания

1. Назовите основные источники финансирования инвестиций.
2. Что входит в состав собственных источников финансирования инвестиций организации?
3. Какие способы мобилизации инвестиционных ресурсов Вам известны?
4. Пользуясь таблицей в приложении дайте сравнительную характеристику альтернативных источников внешнего финансирования инвестиций.

5. Какова роль государственного финансирования инвестиций?
6. Что понимается под иностранными инвестициями? Назовите основные их формы.
7. В чем состоит различие между прямыми и портфельными иностранными инвестициями?
8. Что такое инвестиционный климат? Какие составляющие учитываются при его оценке?
9. Дайте определение понятия «проектное финансирование», раскройте его сущность.
10. Назовите преимущества проектного финансирования в новые сферы его применения.
11. Почему некоторые проекты терпят крах?
12. Назовите источники проектного финансирования.
13. Какие формы организации проектного финансирования Вы знаете в отечественной и зарубежной практике?

Глава 10

Инвестиции в инновации и их финансирование

10.1. Инновации, инновационная деятельности и факторы ее определяющие, инновационный процесс

Инновационный тип хозяйственных систем признан как наиболее перспективное направление развития, неперенное условие совершения общественным производством поступательного движения вперед. Инновации характеризуются прежде всего результативностью вложений в развитие экономики, обеспечивают смену поколений техники и технологии производства более производительными, экологически чистыми и ресурсосберегающими средствами производства.

Под *инновациями* в широком смысле понимают деятельность, направленную на разработку, создание и использование новшеств в виде новых технологий, продукции и услуг, новых организационно-технических и социально-экономических решений производственного, финансового, коммерческого, административного или иного характера с целью более полного удовлетворения человеческих потребностей и получения на этой основе прибыли.

Инновации — это создаваемые новые или усовершенствованные технологии, виды продукции или услуг, а также организационно-технические решения производственного, административного, коммерческого или иного характера, обуславливающие продвижение технологий, продукции и услуг на рынок.

Инновация — нововведение как объект, внедренный в производство в результате проведения научного исследования или сделанного открытия, качественно отличный от предшествующего аналога.

Из данного определения следует, что особое место в экономическом развитии занимают так называемые *базисные инновации*, основанные на научных открытиях и крупных изобретениях нововведения, лежащие в основе новых поколений техники (технологии). Кластеры (взаимосвязанные группы) базисных инноваций являются основой для формирования нового технологического уклада, определяют его структуру. Так, структуру современного, пятого технологического уклада, преобладающего в конце XX — начале XXI в. в развитых странах, определяют: микроэлектроника, биотехнология и информатика (генетическое ядро пятого технологического уклада), гибкие технологии и робототехника, нетрадиционная энергетика, композиты и керамика, малоотходные и безотходные экологически чистые технологии, компьютеры, телекоммуникации и Интернет, принципиально новые виды транспорта, космические технологии и аквакультура (производительные базисные инновации); принципиально новые технические системы и технологии непродуцированной сферы услуг, медицины, просвещения, науки, управления, бытовая радиоэлектроника. Базисные инновации реализуются через разветвленную сеть улучшающих инноваций, которые обеспечивают распространение принципиально новой техники и технологии в различных сферах производства, повышение эффективности технологического уклада.

Базисные инновации имеют межотраслевой характер, связаны с крупными инвестициями в формирование новых видов экономической деятельности и направлений техники, значительным риском. Поэтому на первых фазах освоения инноваций необходима государственная поддержка — прямая (бюджетные ассигнования) и косвенная (налоговые и таможенные льготы, поддержка малого инновационного бизнеса, формирование инновационной инфраструктуры за счет создания технологических центров, технопарков). Кластер базисных инноваций лежит в основе системы государственных (федеральных) инновационных программ.

Классифицируются инновации по различным признакам.

1. По степени новизны выделяют следующие инновации:

- *принципиально новые*, не имеющие аналогов в мировой практике. Для принципиально новых видов продукции и технологии особенно важен показатель их патентной и лицензионной чистоты и защиты, так как они как интеллектуальные продукты первого рода обладают не только приоритетностью, абсо-

лутной новизной, но и являются оригинальным образцом, на основании которого при помощи тиражирования получают новшества-имитации, копии или интеллектуальный продукт второго рода;

- *новшества относительной новизны*, не применявшиеся ранее в данной стране, отрасли, на предприятии.

2. По объекту (областям) применения различают:

- *продуктовые инновации*, включающие разработку, опытное производство и внедрение технологически новых и усовершенствованных продуктов, новых материалов, комплектующих изделий и т. п.;
- *процессные инновации*, которые главным образом включают разработку и внедрение технологически новых или технологически значительно усовершенствованных производственных методов, включая методы передачи продуктов. Инновации такого рода могут быть основаны на использовании нового производственного оборудования, новых методов организации производственного процесса или их совокупности, а также на использовании результатов исследований и разработок. Такие инновации нацелены, как правило, на повышение эффективности производства или передачи уже существующей на предприятии продукции, но могут предназначаться также и для производства и поставки технологически новых или усовершенствованных продуктов, которые не могут быть произведены или поставлены с использованием обычных производственных методов;
- *технологические инновации*, означающие разработку и применение новых технологий в различных отраслях производства и областях человеческой деятельности, которые обеспечивают производство новых видов продукции, повышение их качества, сокращение текущих производственных затрат, повышение экономической эффективности производства. В промышленности к технологическим инновациям не относят следующие изменения: эстетические изменения в продуктах (в цвете, декоре или т. п.); незначительные технические или внешние изменения в продукте, оставляющие неизменным его конструктивное исполнение, не оказывающие достаточно заметного влияния на параметры, свойства, стоимость того или иного

- изделия, а также входящих в него материалов и компонентов; расширение номенклатуры продукции за счет ввода в производство не выпускающихся ранее на данном предприятии, но уже достаточно известных на рынке сбыта видов продукции (возможно непрофильной), с целью обеспечения сиюминутного спроса и доходов предприятия;
- *организационные инновации*, связанные прежде всего с процессами реформирования организационных структур, совершенствованием организации производства и труда;
 - *управленческие инновации* связаны с реструктуризацией процесса управления предприятием. Они реализуются с применением реинжиниринга развития или кризисного реинжиниринга, применяемого в чрезвычайно сложной ситуации и когда для выхода из нее требуются соответствующие меры радикального характера;
 - *информационные инновации* — решают задачи организации рациональных информационных потоков в сфере научно-технической и инновационной деятельности, повышения достоверности и оперативности получения информации;
 - *социальные инновации* направлены на совершенствование форм и систем оплаты труда, улучшение условий труда, организации подготовки, переподготовки и повышения квалификации работников;
 - *рыночные инновации* — открывают новые рынки реализации производимых продуктов;
 - *комплексные инновации* — представляют собой сочетание различных инноваций, обеспечивающих одновременное достижение не одного, а нескольких положительных результатов.
3. По степени значимости в экономическом развитии результатами инновационной деятельности могут быть:
- *пионерные* или *базисные инновации*, которые коренным образом изменяют технологический уклад, производственную структуру, систему управления и темпы экономического развития;
 - *принципиально новые инновации*, на основе которых возможны качественное изменение технологической системы и смена поколений техники, появление новых отраслей производства;
 - *улучшающие инновации*, направленные на усовершенствование известных технологий, объектов техники или продукции, ос-

- новой которых являются результаты прикладных исследований и проектно-конструкторских разработок;
- *простые, или модификационные инновации*, обеспечивающие частичное изменение технико-экономических характеристик выпускаемой продукции, техники и технологии, позволяющие поддерживать их на определенном потребительском уровне.
4. По масштабам распространения выделяют инновации:
- транснациональные;
 - межотраслевые;
 - региональные;
 - отраслевые;
 - инновации в рамках организации (предприятия).
5. По причинам возникновения различают:
- *стратегические инновации*, реализация которых позволяет получить конкурентные преимущества на рынке;
 - *адаптивные инновации*, обеспечивающие выживание предприятия в изменяющихся внешних условиях.

Различные виды инноваций находятся в тесной взаимосвязи и предъявляют специфические требования к инновационному механизму. Так, технические и технологические инновации, влияя на содержание производственных процессов, одновременно создают условия для проявления управленческих инноваций, поскольку вносят изменения в организацию производства. Классификатор инноваций позволяет группировать их по тем или иным признакам в зависимости от потребностей пользователя, адресности управленческих воздействий, степени радикальности, что представляет основу для оценки возможностей производственного использования и коммерческой реализации инноваций.

Инновационная деятельность представляет собой процесс создания нового вида конкурентоспособной продукции (товара) на базе новых технологий производства: от зарождения идеи, определения ее назначения и создания до освоения производства, выпуска, реализации и получения экономического эффекта.

Инновационная деятельность организации (предприятия) выступает как способ удовлетворения взаимосвязанных экономических интересов производства и покупателя, который осуществляется путем использования и коммерциализации результатов научных исследований и разработок для качественного и непрерывного обновления тех-

нической и технологической базы производства, организации труда, производства и управления с целью освоения и выпуска новой конкурентоспособной продукции, получившей признание на внутреннем и мировых рынках товаров. Инновационная деятельность включает:

во-первых, получение новых знаний (открытие новых закономерностей, явлений и свойств материального мира, изобретения, научные или технические рекомендации, ноу-хау и т. п.);

во-вторых, использование научного, научно-технического и интеллектуального потенциала с целью получения новой продукции, технических средств, технологий, материалов, новых методов организации и управления производством;

в-третьих, коммерческая реализация новых продуктов (услуг), которая удовлетворяет потребности рынка в новшествах и обеспечивает экономический доход (прибыль), социальный, экологический или иной эффект.

Главными источниками доходов организаций, предприятий являются не только реализация новой научно-технической продукции, но прежде всего — широкая продажа права использования производственных объектов интеллектуальной собственности. Инновационная деятельность организации по разработке, освоению и коммерциализации новшеств включает:

- проведение научно-исследовательских и конструкторских работ по разработке идей новшества, проведению лабораторных исследований, изготовлению образцов новой продукции, видов новой техники, новых конструкций и изделий;
- подбор необходимых видов сырья и материалов для изготовления новых видов продукции, оказания новых видов услуг;
- разработку нового технологического процесса изготовления новой продукции, оказания новой услуги;
- проектирование, изготовление, испытание и освоение образцов новой техники, необходимой для изготовления продукции, оказания услуг;
- разработку и внедрение новых организационно-управленческих решений, направленных на реализацию новшеств;
- исследование, разработку или приобретение необходимых информационных ресурсов и информационного обеспечения инноваций;
- проведение работ или приобретение необходимой документации по лицензированию, патентованию, приобретению ноу-хау;

- организацию и проведение маркетинговых исследований по продвижению инноваций на рынок;
- подготовку, переподготовку и повышение квалификации кадров, специальные методы подбора персонала, необходимого для проведения научно-исследовательских, опытно-конструкторских работ (НИОКР), производства новых продуктов (услуг) и продвижения их на рынок.

Побудительные мотивы развития инновационной деятельности организации, предприятия классифицируются на внешние и внутренние.

Внешними мотивами являются:

- необходимость адаптации организации, предприятия к новым условиям хозяйствования, рыночным отношениям, ужесточению отраслевой и мировой конкуренции, к изменению форм и методов государственного регулирования экономики;
- изменения в налоговой, кредитно-денежной и финансовой политике;
- совершенствование потребительских предпочтений и динамики рынков сбыта, определяющих давление спроса на рынках;
- активизация конкурентов;
- конъюнктурные колебания на рынках;
- структурные отраслевые изменения;
- появление новых дешевых ресурсов, расширение рынка факторов производства, определяющих давление предложения на рынках.

Внутренними мотивами инновационной деятельности организации, предприятия являются:

- необходимость повышения конкурентоспособности организации (предприятия) и товаров;
- постоянное стремление увеличить объем продаж;
- расширение доли рынка, переход на новые рынки;
- обеспечение экономической безопасности и финансовой устойчивости;
- максимизация получения прибыли в долгосрочном периоде.

Развитие инновационной деятельности организации, предприятия зависит от следующих *количественных и качественных факторов-показателей*:

- материально-технических, отражающих уровень развития НИОКР, оснащенность опытно-экспериментальным оборудо-

ванием, материалами, приборами, оргтехникой, компьютерами, автоматическими устройствами;

- кадровых, характеризующих состав, количество, структуру, квалификацию персонала, обслуживающего НИОКР;
- научно-теоретических, отражающих результаты поисковых и фундаментальных теоретических исследований, которые находят применение в организации (на предприятии);
- информационных, характеризующих состояние информационных ресурсов, научно-технической информации и документации в виде научных отчетов, регламентов, технических проектов и другой проектно-конструкторской документации;
- организационно-управленческих, включающих необходимые методы организации и управления НИОКР, инновационными проектами, информационными потоками;
- инновационных, характеризующих наукоемкость, новизну и приоритетность проводимых работ;
- рыночных, отражающих уровень конкурентоспособности новшеств, наличие спроса, заказов на проведение НИОКР, необходимые маркетинговые мероприятия по продвижению новшеств на рынок;
- экономических, характеризующих экономическую эффективность новшеств, затраты на проводимые исследования, рыночную стоимость интеллектуальной продукции; стоимость собственных и сторонних патентов, лицензий, ноу-хау и других видов интеллектуальной собственности;
- финансовых, характеризующих финансирование инновационной деятельности и инвестиции в новшества и их эффективность.

Инновационный процесс определяется как процесс последовательного превращения идеи в продукт, который проходит новые этапы прикладных, фундаментальных исследований, маркетинга, конструкторских разработок, производства и сбыта, экономический процесс коммерциализации новых технологий. Каждая инновация имеет жизненный цикл.

Жизненный цикл инновации определяется как промежуток времени от зарождения научной идеи до превращения ее в интеллектуальный продукт промышленного производства, например нового товара и его реализации. Из определения следует, что в структуру жизненного цикла инновации могут входить следующие стадии: фундаментальные

исследования, поисковые исследования, прикладные исследования, маркетинговые исследования, опытно-конструкторские, технические и технологические разработки, проектирование, технологическая подготовка и освоение, производство, реализация, эксплуатация и утилизация.

Анализируя жизненный цикл инновации можно выделить *пять основных стадий*: исследование — разработка — производство — реализация — эксплуатация и утилизация. Реализация данных стадий осуществляется по следующим этапам.

Начальным этапом инновационного процесса являются фундаментальные и прикладные исследования, результатом которых является *интеллектуальный продукт* в виде теории, концепции, изобретения или кластера изобретений, программы для ЭВМ, ноу-хау и др. На этом этапе результат научных исследований при условии его практического использования становится *нововведением*. На интеллектуальный продукт распространяются патентные права, которые принимают форму интеллектуальной собственности.

На втором этапе в результате выполнения опытно-конструкторских и технологических разработок создаются такие интеллектуальные продукты, как полезные модели, промышленные образцы, а также знания технического, технологического, организационно-управленческого или иного характера, составляющие ноу-хау, разработки. На этом этапе проводится большой объем патентных и маркетинговых исследований, позволяющий выработать решение о принципиальной возможности создания коммерчески успешного продукта или технологического процесса и выявить конкурентные разработки, определить стратегию на перспективу. Важнейшее значение при этом имеет правовая охрана создаваемых технических, технологических, художественно-конструкторских решений, на основе которых создается новый продукт или новый процесс.

На третьем этапе — производственном этапе инновационного цикла осуществляется внедрение инновационного продукта в производственный процесс, производится доработка конструкции, разработка технологии для серийного производства нового товара применительно к конкретным производственным условиям, с учетом потребностей рынка определяются возможные объемы реализации и потребители, корректируется маркетинговая стратегия, заключаются контракты на поставку нового товара и при необходимости осуществляется под-

готовка персонала для технического обслуживания. На этом этапе происходит обеспечение регистрации товарных знаков или знаков обслуживания во всех странах предполагаемого экспорта. Особое внимание уделяется изучению патентно-лицензионной ситуации и конъюнктуры рынка, проведению широкой рекламной работы.

Процесс внедрения нововведений, как правило, включает три основные стадии:

- исследование — первое производственное освоение;
- полное освоение — развертывание выпуска в масштабах, достаточных, для удовлетворения конкретных потребностей пользователей;
- расширенное производство новшества — использование в национальных масштабах.

Четвертый этап инновационного процесса — реализация новшества, выступающего в виде нового технического средства, новой технологии и оборудования для ее осуществления, новой продукции производственно-технического или потребительского назначения, новых материалов и изделий, услуг. Содержанием этого этапа является проведение пусконаладочных работ у потребителя, при необходимости проектирование и строительство зданий, сооружений, установка силового оборудования, подготовка коммуникаций, выполнение других работ, необходимых для нормальной эксплуатации новой техники. Важным здесь является достижение проектных показателей и обеспечение правильной эксплуатации техники. С этой целью проводится обучение персонала приемам работы и техническому обслуживанию новшеств.

Завершающий (пятый) этап — эксплуатация и утилизация — это период, с одной стороны, характеризующийся использованием новшества, когда дает экономический и иной эффект от вложенных в его разработку и постановку на производство средств, а с другой стороны, — этап утилизации стал весьма актуальным в связи с большим вниманием, которое уделяется в настоящее время решению экологических проблем, ликвидации загрязнения окружающей среды. В данном случае необходима четкая система утилизации и переработки отработавшие свой век техники, технологии.

На данном этапе на основе коммерциализации новаций проводится также работа по распространению новшеств во всех областях эффективного их использования. Одновременно с этим происходит совершенствование конструкции технических новшеств, техноло-

гии его производства, условий эксплуатации с целью снижения издержек в производстве и обслуживании, проводятся мероприятия по обеспечению экологической безопасности. Все это способствует поддержанию высоких потребительских свойств новшества, увеличению, например, сроков морального старения техники и технологии, а в ряде случаев и расширению сферы их применения. Завершение этого этапа означает переход новаций в их качественно новое состояние — инновацию.

Заканчивается пятый этап инновационного цикла появлением новых, более эффективных решений, базирующихся на последних достижениях науки и изобретательской мысли. В результате этого происходит сокращение масштабов применения известных новшеств и замена их новым поколением техники (продукции) либо осуществляется переход на новые принципы действия, источники энергообеспечения и т. п.

Готовность или способность той или иной отрасли страны осуществить впервые или воспроизвести нововведения характеризует ее *инновационный потенциал*.

10.2. Инвестирование и финансирование инноваций

Система инвестирования инноваций содержит определенное количество взаимосвязанных элементов, имеющих иерархическую соподчиненность и индивидуальную функциональную нагрузку, и включает следующие *составные части*:

- источники поступления инновационных средств для инвестирования инноваций;
- механизм аккумуляции инвестиционных средств, поступающих из различных источников;
- разработанная процедура вложения мобилизационного капитала;
- механизм, контролирующий инвестирование;
- механизм возвратности ассигнований.

Система инвестирования инноваций может быть условно классифицирована по этапам ее функционирования (табл. 21).

Таблица 21

Функционирование системы инвестирования инноваций

Этап 1. Определение источников		
Государственные	Смешанные	Негосударственные
Этап 2. Процесс аккумулирования финансовых средств		
Центробанк и его региональные отделения	Расчетные счета, используемые в качестве накопительного счета с целевым	Расчетные счета предприятий с различной правовой формой собственности
Этап 3. Процедура инвестирования мобилизованных средств		
Осуществляется на основе приоритетности на региональном уровне направления НИОКР и инноваций, остро нуждающихся в долгосрочных инвестициях регионального и федерального значения (проблемно и предметно-ориентированные)	Определяется каждой структурой самостоятельно в зависимости от цели создания и предмета деятельности организации в отраслевом и межотраслевом разрезе (проблемно ориентированные)	Определяется самостоятельно каждым эмитентом, созданным для решения конкретных задач (предметно-ориентированные)
Этап 4. Контроль за использованием инвестиций		
Соответствующие органы управления	Независимые эксперты отраслевого, межотраслевого уровней	Непосредственно учредители-акционеры

Определение общего объема и соотношения источников инноваций на *этапе 1* и их направлений на *этапе 3* является процессом, зависящим от действия рыночных законов.

Инвестирование средств на *этапе 3* может осуществляться в виде

- программно-целевого, предметно-ориентированного и проблемно ориентированного кредитования;
- лизинга;
- факторинга;
- фондовых операций.

В рыночных условиях инновационный процесс должен обеспечиваться несколькими источниками финансирования в зависимости от целевых задач, назначения будущего изобретения и структуры собственности.

Финансовое обеспечение любого хозяйствующего субъекта охватывает денежные отношения организации с другими хозяйствующи-

ми субъектами и банками по оплате научно-технической продукции, контрагентских работ, поставок спецоборудования, материалов и комплектующих изделий, расчетов с учредителями, трудовым коллективом и государственными органами управления. Система финансирования выполняет две *функции*:

- распределительную;
- контрольную.

Принципы организации финансирования:

- 1) четкая целевая ориентация системы — ее увязка с задачей быстрого и эффективного внедрения современных научно-технических достижений;
- 2) логичность, обоснованность и юридическая защищенность используемых приемов и механизмов;
- 3) множественность источников финансирования;
- 4) широта и комплексность системы, т. е. возможность охвата максимально широкого круга технических и технологических новинок и направлений их практического использования;
- 5) адаптивность и гибкость, предполагающие постоянную настройку как всей системы финансирования, так и ее отдельных элементов на динамично изменяющиеся условия внешней среды с целью поддержания максимальной эффективности.

Основные задачи финансирования:

- создание необходимых предпосылок для быстрого и эффективного внедрения технических новинок во всех звеньях народно-хозяйственного комплекса страны, обеспечения ее структурно-технологической перестройки;
- сохранение и развитие стратегического научно-технического потенциала в приоритетных направлениях развития;
- создание необходимых материальных условий для сохранения кадрового потенциала науки и техники, предотвращения его утечки за рубеж.

В настоящее время в качестве *основных источников средств*, используемых для *финансирования инновационной деятельности*, выступают:

- 1) финансовые ресурсы, образуемые за счет собственных и приравненных средств:
 - доходы (прибыль от реализации товарной продукции, научно-технической продукции, строительно-монтажных работ, от финансовых операций и др.);

- поступления (амортизационные отчисления, выручка от реализации выбывшего имущества, устойчивые пассивы, целевые поступления и другие поступления);
- 2) финансовые ресурсы, мобилизуемые на финансовом рынке:
- продажа собственных акций, облигаций и других видов ценных бумаг;
 - кредитные инвестиции;
 - финансовый лизинг;
 - средства научных фондов;
 - спонсорские средства;
- 3) финансовые ресурсы, поступающие в порядке перераспределения:
- страховое возмещение по наступившим рискам;
 - финансовые ресурсы, поступающие от концернов, ассоциаций, отраслевых и региональных структур;
 - финансовые ресурсы, формируемые на паевых (долевых) началах;
 - дивиденды и проценты по ценным бумагам и других эмитентов
 - бюджетные ассигнования и другие виды ресурсов.

Фундаментальные научные исследования, являясь основой научно-технического прогресса (и в конечном счете инноваций), носят некоммерческий характер. Поэтому главным источником их финансирования выступают *бюджетные ассигнования*.

Финансирование НИОКР по приоритетным направлениям должно осуществляться на основе объединения заинтересованных заказчиков с привлечением *федеральных, региональных бюджетов и средств заинтересованных предприятий и организаций*.

Прикладные исследования обеспечиваются главным образом за счет *средств заинтересованных организаций при поддержке государства*. При этом чем сильнее исследования, направленные на разработку и создание инноваций, ориентированы на рынок, тем меньше должно быть участие государства в их финансировании. В этих условиях особая роль отводится *инновационным коммерческим банкам*, специализирующимся на кредитовании разработок, внедрении и эксплуатации нововведений.

10.3. Венчурный (рисковый) капитал. Венчурное финансирование

Понятие «*венчурный капитал*» (от англ. *venture* — риск) означает рискованные инвестиции. Венчурный капитал представляет собой инвестиции в новые сферы деятельности, связанные с большим риском. Финансируются обычно компании, работающие в области высоких технологий. Венчурный капитал можно определить и как руководимый профессионалами пул⁴⁵ инвестиционных средств.

Венчурные инвесторы (физические лица и специализированные инвестиционные компании) вкладывают свои средства в расчете на получение значительной прибыли. Предварительно они с помощью экспертов детально анализируют как инвестиционный проект, так и деятельность предлагающей его компании, финансовое состояние, кредитную историю, качество менеджмента, специфику интеллектуальной собственности. Особое внимание уделяется степени инновационности проекта, которая во многом предопределяет потенциал быстрого роста компании. Венчурные инвестиции осуществляются в форме приобретения части акций венчурных предприятий, еще не котирующихся на биржах, а также предоставления ссуды или в других формах.

К венчурным обычно относят небольшие предприятия, деятельность которых связана с большой степенью риска продвижения их продукции на рынке. Это предприятия, разрабатывающие новые виды продуктов или услуг, которые еще неизвестны потребителю, но имеют большой рыночный потенциал. В своем развитии венчурное предприятие проходит ряд этапов, каждый из которых характеризуется различными возможностями и источниками финансирования.

На *первом этапе* развития венчурного предприятия, когда создается прототип продукта, требуются незначительные финансовые средства; вместе с тем отсутствует и спрос на данный продукт. Как правило, источником финансирования на этом этапе выступают собственные средства инициаторов проекта, а также правительственные гранты, взносы отдельных инвесторов.

⁴⁵ *Пул* (от англ. *pool* — «общий котел») — один из видов монополии, добровольное необходимое объединение инвестиционных средств венчурных инвесторов в целях проведения согласованных действий.

Второй (стартовый) этап, на котором происходит организация нового производства, характеризуется достаточно высокой потребностью в финансовых средствах, в то время как отдачи от вложенных средств практически еще нет. Основная часть издержек здесь связана не столько с разработкой технологии производства продукта, сколько с коммерческой его составляющей (формирование маркетинговой стратегии, прогнозирование рынка и др.). Именно этот этап образно называют «долиной смерти», поскольку из-за отсутствия финансовых средств и неэффективного менеджмента 70–80 % проектов прекращают свое существование. Крупные компании, как правило, не участвуют в инвестировании венчурного предприятия в данный период его развития; основными инвесторами выступают физические лица, так называемые ангелы или бизнес-ангелы, вкладывающие личный капитал в осуществление рискованных проектов.

Третий этап является этапом раннего роста, когда начинается производство продукта и происходит его рыночная оценка. Обеспечивается определенная рентабельность, однако прирост капитала не является значительным. На этом этапе венчурное предприятие начинает представлять интерес для крупных корпораций, банков, других институциональных инвесторов. Для венчурного финансирования создаются фирмы венчурного капитала в форме фондов, трастов, ограниченных партнерств и др. Венчурные фонды обычно образуются путем продажи успешно работающего венчурного предприятия и создания фонда на определенный срок функционирования с определенным направлением и объемом инвестирования. При создании фонда в виде партнерства фирма-организатор выступает как главный партнер; она вносит незначительную часть капитала, привлекая средства других инвесторов, но полностью отвечает за управление фондом. Значительную долю (до 50 %) ресурсов венчурных фондов составляют паевые взносы институциональных инвесторов — пенсионных и страховых фондов. После сбора целевой суммы фирма венчурного капитала закрывает подписку на фонд и переходит к его инвестированию. Разместив один фонд, фирма обычно переходит к организации подписки на следующий фонд. Фирма может управлять несколькими фондами, находящимися на различных стадиях развития, что способствует распределению и минимизации риска.

На *завершающем этапе* развития венчурного предприятия финансирование его деятельности осуществляется путем продажи данного

предприятия: выкупа акций предприятия его руководством, выкупа акций руководством и персоналом предприятия, выкупа акций другими менеджерами, выкупа акций инвесторами. В результате на основе выкупа существующей компании создается новая независимая фирма.

Принципами рискованного финансирования являются:

- предварительная аккумуляция средств в общих финансовых фондах, не связанных с конкурентными инвестиционными проектами;
- разделение и распределение риска;
- поэтапность его осуществления.

В случае успешного развития новых технологий и широкого распространения производимой продукции венчурные предприятия могут достигать высокого уровня рентабельности производства. При средней ставке доходности по государственным казначейским обязательствам в 6 % венчурные инвесторы вкладывают свои средства, рассчитывая на годовую рентабельность, равную 20–25 %.

Таким образом, исходя из характера венчурного предпринимательства, венчурный капитал является рискованым и вознаграждается за счет высокой рентабельности производства, в которое он инвестируется. Венчурный капитал имеет ряд и других особенностей. К ним можно отнести, в частности, ориентацию инвесторов на прирост капитала, а не на дивиденды на вложенный капитал. Поскольку венчурное предприятие начинает размещать свои акции на фондовом рынке через 3–7 лет после инвестирования, венчурный капитал имеет длительный срок ожидания рыночной реализации и величина его прироста выявляется лишь при выходе предприятия на фондовый рынок. Соответственно и учредительская прибыль, являющаяся основной формой дохода на венчурный капитал, реализуется инвесторами после того, как акции венчурного предприятия начнут котироваться на фондовом рынке.

Для венчурного капитала характерно распределение риска между инвесторами и инициаторами проекта. С целью минимизации риска венчурные инвесторы распределяют свои средства между несколькими проектами, в то же время один проект может финансироваться рядом инвесторов. Венчурные инвесторы, как правило, стремятся непосредственно участвовать в управлении предприятием, принятии стратегических решений, так как они непосредственно заинтересованы в эффективном использовании вложенных средств. инвесто-

ры контролируют финансовое состояние компании, активно содействуют развитию ее деятельности, используя свои деловые контакты и опыт в области менеджмента и финансов.

Привлекательность вложений капитала в венчурные предприятия обусловлена следующими обстоятельствами:

- приобретение пакета акций компании с вероятно высокой рентабельностью;
- обеспечение значительного прироста капитала (от 15 до 80 % годовых);
- наличие налоговых льгот, в частности, льгот по подоходному налогу для физических лиц, льгот по налогу на прирост капитала для всех типов инвесторов.

Фактически венчурное финансирование может быть охарактеризовано как *источник долгосрочных инвестиций*, предоставляемых обычно на 5–7 лет предприятиям, находящимся на ранних этапах своего становления, а также, действующим предприятиям для их расширения и модернизации.

Венчурное финансирование отличается от других видов финансирования:

Источники финансирования	Банки	Стратегические партнеры	Венчурное финансирование
Инвестиции в акционерный капитал	–	+	+
Кредиты	+	–	+
Долгосрочные инвестиции	+	+	+
Рисковый бизнес	–	–	+
Участие инвестора в управлении фирмой	–	+	+

Особенность венчурного финансирования заключается в следующем:

Во-первых, оно невозможно без принципа «одобренного риска». Это означает, что вкладчики капитала заранее соглашаются с возможностью потери средств при неудаче финансируемого предприятия в обмен на высокую норму прибыли в случае ее успеха.

Во-вторых, такой вид финансирования предполагает долгосрочное инвестирование капитала, при котором вкладчику приходится ожить в среднем от 3 до 5 лет, чтобы убедиться в перспективности проекта, и от 5 до 10 лет, чтобы получить прибыль на вложенных капитал.

В-третьих, рисковое финансирование размещается не как кредит, а в виде паевого взноса в уставной капитал венчура. Вновь учреждаемые предприятия, как правило, пользуются юридическим статусом партнерств, а вкладчики капитала становятся в них партнерами с ответственностью, ограниченной размерами вклада. В зависимости от доли участия, которая оговаривается при предоставлении денег, рискованные инвесторы имеют право на соответствующее получение будущих прибылей от финансируемого предприятия.

В-четвертых, венчурный предприниматель в отличие от стратегического партнера редко стремится захватить контрольный пакет акций компании. Обычно это пакет акций порядка 25–40 %.

Наконец, *в-пятых*, еще одной особенностью рискованной формы финансирования является высокая степень личной заинтересованности инвесторов в успехе нового предприятия. Это вытекает как из высокой рискованности проекта, так и из статуса совладельца, учреждаемого венчура. Поэтому рискованные инвесторы часто не ограничиваются предоставлением средств, а оказывают различные консультационные, управленческие и прочие услуги, созданным венчурам.

Изучая *источники венчурного капитала* обратимся к *опыту США*, где данный вид инвестиций представлен в наиболее развитой на сегодня форме. Спрос на венчурный капитал в США в последние годы вызвал бурный рост числа финансовых источников, которые можно разделить на семь разных видов:

- закрытые партнерства с венчурным капиталом (денежные средства семей, пенсионных фондов, крупных индивидуальных инвесторов и т. д.);
- публичные фонды венчурного капитала;
- венчурный капитал корпораций;
- фонды венчурного капитала инвестиционных банковских фирм;
- инвестиционные компании мелкого предпринимательства (SBIC — small business investment company) и такие же компании для инвестиций в мелкие предприятия, принадлежащие представителям меньшинств (MESBIC — minority enterprise small business investment company);
- индивидуальные инвесторы;
- правительства штатов.

Закрытые партнерства с венчурным капиталом. На эту группу приходится наибольшее число венчурных капиталистов, и, взятая как це-

лое, она представляет собой крупнейший источник денежных средств. На первых порах отдельные люди, преуспевшие в создании собственных предприятий, инвестировали часть прибыли в другие молодые компании, которым еще только предстояло бороться за свою судьбу. Они видели возможности, которые можно было реализовать при приложении их капитала, а возможно и при использовании их собственных знаний и опыта. Они могли позволить себе рискнуть и ожидали получить значительную прибыль. Позднее эти любящие и умеющие рисковать предприниматели стали соединять свои средства и образовывать *партнерства*. Они выбирали для инвестирования те компании, в которых надеялись наиболее эффективно использовать свои опыт, связи и управленческое искусство.

Публичные фонды венчурного капитала. Обычно венчурный фонд представляет собой «котел» денежных средств, управляемый независимым менеджером (управляющей компанией). Управляющая компания принадлежит либо финансовой структуре, либо исполнительным директорам, в ней работающим. Сам фонд принадлежит внешним инвесторам, которые держат его акции, паи или участие с ограниченной ответственностью, в зависимости от структуры фонда. Фонд в свою очередь инвестирует в предприятия, из которых формирует портфель.

Венчурный капитал корпораций. Более 50 крупных корпораций некогда образовали собственные инвестиционные пулы. Позднее число действующих фондов колебалось в зависимости от их стратегий и от самых разных обстоятельств, сопутствовавших слияниям и реорганизациям корпораций. Такие венчурные фонды, как правило, действуют также, как и закрытые фонды. Однако могут быть значительные различия в целях, которые преследуются фондами корпораций и закрытыми фондами.

Фонды венчурного капитала инвестиционных банковских фирм. Инвестиционные банковские фирмы уже давно играют важную роль в оказании финансовой поддержки растущим компаниям. Сейчас они стали действовать уже в сфере венчурного капитала. Инвестиционные банки ранее традиционно поставляли капитал для финансирования на сравнительно более поздних стадиях развития компаний, продавая их акции на частных и публичных рынках. Расширяя круг оказываемых клиентам услуг, некоторые из них образовали собственные фирмы с венчурным капиталом. Таким образом, становится возможным

обеспечить финансирование не только на поздней, но и на ранней стадии. Лучше обслуживая своих клиентов, они получают такие же высокие прибыли, что и фирмы с венчурным капиталом других видов.

SBIC и MESBIC. Инвестиционные компании малого бизнеса (SBIC) и такие же компании для инвестиций в малый бизнес, принадлежащий представителям меньшинств (MESBIC), представляют собой закрытые фирмы с венчурным капиталом, действующие на основании лицензии Управления по делам малого бизнеса (SBA — small business agency) и в соответствии с установленными для них правилами.

Индивидуальные инвесторы, представляющие собой внушительную силу, были первыми венчурными капиталистами, когда масштабы были намного скромнее, а участниками дела выступали родственники, друзья, соседи. Роль индивидуального инвестора в образовании «зародышевого» капитала важна потому, что он готов вложить капитал в такой проект, который частный венчурный капиталист может считать слишком рисковым, поскольку он не удовлетворяет критериям его фирмы в отношении инвестиций. Хотя такие ранние стадии, безусловно, связаны с большим риском, однако в случае успеха они сулят немалое вознаграждение.

Правительства штатов. Правительства более чем половины штатов осознали, какую пользу экономике приносит поддержка молодых, еще неоперившихся компаний. Конечно, они надеются, по возможности, получить прибыль, однако их главная цель — предоставить капитал для ранней стадии или «зародышевый» капитал, компаниям, которым может быть трудно найти средства хоть где-нибудь.

Контрольные вопросы и задания

1. Что такое инновации и как они классифицируются?
2. Поясните, что Вы понимаете под базисными инновациями?
3. Что собой представляет инновационная деятельность? Что включает инновационная деятельность организации (предприятия)?
4. Назовите составляющие инновационной деятельности организации по разработке, освоению и коммерциализации новшеств.
5. Какие Вы знаете побудительные мотивы развития инновационной деятельности организации (предприятия)?

6. От каких факторов зависит развитие инновационной деятельности?
7. Что собой представляют инновационный процесс, жизненный цикл инновации?
8. Охарактеризуйте этапы жизненного цикла инновации по его стадиям.
9. Назовите составные элементы и этапы функционирования системы инвестирования инноваций.
10. Назовите принципы и задачи финансирования инновационной деятельности.
11. Охарактеризуйте основные источники средств для финансирования инновационной деятельности.
12. Что такое венчурный (рисковый) капитал?
13. Расскажите об этапах развития венчурного предприятия.
14. Что характерно для венчурного капитала?
15. Чем отличается венчурное финансирование от других видов финансирования?
16. В чем заключаются особенности венчурного финансирования?
17. Расскажите об опыте США по привлечению финансовых источников для венчурного капитала.

Глава 11

Инвестиционные риски, методы их снижения и управление ими

Основная цель инвестиционной деятельности хозяйствующих субъектов состоит в увеличении дохода от инвестиционной деятельности при минимальном уровне риска инвестиционных вложений. Понятие и классификация инвестиционных рисков, методы их оценки подробно рассмотрены в пп. 4.3 и 4.4 гл. 4. Риск в любом реальном деле общепризнан. Для того чтобы снизить потери от возможных просчетов и избежать потери в целом, методология управления инвестиционной деятельностью предусматривает специальные процедуры, помогающие учесть факторы неопределенности и риска. Зная виды и значимость, а порой опасность рисков, можно на них воздействовать, снижая их отрицательное влияние на эффективность инвестиций. Следовательно, создается реальная возможность управления ими. Поэтому, основываясь на оценке инвестиционных рисков, связанная с оценкой ожидаемых доходов и вероятности их потерь, выявив соответствующие факторы и оценив их значимость, необходимо предложить методы снижения риска (или уменьшить связанные с ним неблагоприятные последствия) и управления им.

11.2. Инвестиционные риски и методы их снижения

Инвестиционный риск является составной частью общего финансового риска и представляет собой вероятность (угрозу) финансовых потерь (потери по крайней мере части своих инвестиций), недополучения доходов от инвестиций или появления дополнительных инве-

стиционных расходов. В общем случае природа инвестиционного риска может быть классифицирована по различным признакам. В пп. 4.3 и 4.4 приведен один из примеров классификации только самых основных инвестиционных рисков. Следует отметить, что классификационных признаков может быть существенно больше, чем это представлено в указанных выше параграфах, но рассмотрены практически все риски, с которыми могут столкнуться любой реализуемый проект и вкладываемые финансовые инвестиции.

Так, аналитику проекта на первом этапе работы по управлению риском требуется *идентифицировать*⁴⁶ возможные области риска применительно к конкретному проекту. Задача обычно решается с активным привлечением экспертных методов. Это позволяет в какой-то мере компенсировать недостаток имеющейся информации о разрабатываемом проекте при помощи опыта экспертов, которые, по существу, используют свои знания о проектах-аналогах для прогнозирования возможных зон риска и его последствий.

На этапе идентификации риска необходимо не только определить, какие зоны риска существуют для данного проекта, но и, хотя бы на качественном уровне оценить важность этих рисков для проекта, которая означает большую вероятность его наступления и, соответственно, более серьезные последствия для успеха всего проекта. *Алгоритм метода экспертной оценки рисков* инвестиций, рассмотренный в п. 4.4, в том числе проекта может включать:

1. Разработку полного перечня возможных рисков по фазам жизненного цикла проекта.
2. Ранжирование этих рисков по степени важности. С этой целью необходимо определить экспертным путем:
 - вероятность данного риска (в долях единицы);
 - опасность данного риска, т. е. насколько существенными окажутся последствия наступления неблагоприятного события (измеряется в баллах);
 - важность риска как произведение вероятности и опасности его наступления.
3. Ранжирование рисков по степени важности для проекта.

⁴⁶ Идентифицировать (от лат. *identifikare* — установить) — устанавливая совпадение кого-, чего-либо, сходство с подобным, однородным ему.

Для примера с целью упрощения определим только некоторые из возможных рисков проектировщика, имеющего контракт на подготовку проектно-сметной документации для строительства жилого дома и рассчитаем важность выявленных рисков (табл. 22).

Таблица 22

Возможные риски проектировщика при подготовке проектно-сметной документации на строительство жилого дома и расчет их важности

№ п/п	Наименование риска	Опасность*, баллы	Вероятность, доля ед-цы	Важность, гр. 3-гр. 4
1	Содержание контракта	30	0,3	9
2	Технологические решения	60	0,5	30
3	Влияние государственных органов	60	0,5	30
4	Влияние органов экспертизы	40	0,7	28
5	Координация и согласованность разработки проекта	70	0,5	35
6	Соответствие проектным стандартам	20	0,4	8
7	Технические ошибки проекта	80	0,4	32
8	Утверждение результатов проектирования	30	0,2	6
9	Квалификация и ресурсы проектировщиков	70	0,2	14

* В настоящем примере опасность определена по 100-бальной шкале.

Специалисты-аналитики, в свою очередь, делят риски на динамические и статистические:

- *динамический* — это риск непредвиденных изменений стоимостных оценок проекта вследствие изменения первоначальных управленческих решений, а также изменения рыночных или политических обстоятельств. Такие изменения могут привести как к потерям, так и дополнительным доходам;
- *статистический* — это риск потерь реальных активов вследствие нанесения ущерба собственности или неудовлетворительной организации работы. Этот риск может привести только к потерям.

При осуществлении *вложений в ценные бумаги* наряду с рассмотрением общих и специфических рисков в ходе фундаментального анализа важное значение приобретает рассмотрение *технических рисков*,

связанных с фондовым рынком, в частности риск несвоевременной поставки ценных бумаг, риск урегулирования расчетов.

Для того чтобы предложить методы снижения риска или уменьшить связанные с ним неблагоприятные последствия, вначале необходимо выявить соответствующие факторы и оценить их значимость, эту работу принято называть *анализом риска*.

Рассмотрим теперь *методы снижения риска*, используемые на инвестиционной фазе проекта. Среди них необходимо выделить:

- распределение риска между участниками проекта (передача части риска соисполнителям);
- страхование риска;
- резервирование средств на покрытие непредвиденных расходов;
- нейтрализация частных рисков (или метод частных рисков);
- снижение рисков в плане финансирования.

Распределение риска практически реализуется в процессе подготовки плана проекта и конкретных документов. При этом следует помнить, что чем большую степень риска участники проекта собираются возложить на инвесторов, тем труднее будет их (инвесторов) найти. Поэтому участники проекта должны в процессе переговоров с инвестором проявлять максимальную гибкость относительно того, какую долю риска они согласны на себя принять.

Для количественного распределения риска в проектах можно использовать модель, основывающуюся на так называемом «дереве решений». Построение *модели «дерева решений»* обычно используется для анализа риска ИП, имеющих обозримое количество вариантов развития.

Страхование риска заключается в снижении риска при проведении предпринимательских сделок за счет страхования. Самым распространенным является страхование банковских кредитных рисков. Объектами страхования такого рода являются: инвестиционные кредиты, банковские ссуды, обязательства и поручительства. Если кредит не возвращается, кредитору полагается страховое возмещение частично либо полностью, восполняющее размер кредита.

В качестве объектов страхования могут рассматриваться как весь комплекс рисков, присущих данному виду инвестирования, так и наиболее значимые риски (в частности, те, на долю которых приходится свыше 5% от значения совокупных рисков). В последнем случае существенные риски выделяются в отдельный блок с тем, чтобы разработать конкретные мероприятия по их снижению.

Общими способами страхования риска являются:

- *диверсификация рисков.* Диверсификация инвестиционных рисков предполагает совершенствование управления инвестиционными активами и источниками финансирования, их оптимизацию по объемам, срокам и структуре. Важное значение имеет соблюдение принципа диверсификации при осуществлении инвестиционно-кредитной деятельности банков. Следует отметить, что экономические нормативы, введенные в действие ЦБ РФ, ориентируют банки в основном на снижение кредитных рисков. Диверсификация кредитных вложений осуществляется путем установления показателя предельной суммы ссуд, максимального размера риска на одного заемщика, количества крупных кредитов и их среднего размера. Повышение степени диверсификации характеризуется увеличением количества крупных кредитов в общей сумме кредитных вложений и уменьшением размера крупных кредитов;
- *создание специальных резервов,* используемых при реализации рисков. Следует отметить, что формирование специальных резервов как способ страхования рисков может осуществляться и в обязательном порядке (в соответствии с нормативными актами), и добровольно. Основными видами резервов, которые могут создаваться на случай реализации рисков, являются: резерв под общие риски, под кредитный риск, обесценение ценных бумаг, по рискованным операциям и финансированию;
- *полная или частичная передача рисков специализированным кредитно-финансовым институтам — страховым компаниям.* Обычно это осуществляется с помощью имущественного страхования и страхования от несчастных случаев. Имущественное страхование может иметь следующие формы: страхование риска подрядного строительства, страхование морских грузов, страхование оборудования, принадлежащего подрядчику. Страхование от несчастных случаев включает: страхование общегражданской ответственности, страхование профессиональной ответственности.
- *система заключения срочных контрактов и сделок* на рынке ценных бумаг,
- *предоставление гарантий.* Страховая гарантия — это форма поручительства страховой компании за кредитоспособность страхователя, осуществляемая в письменном виде. Страховая гарантия

означает, что страховщик в случае не поступления платежа со стороны страхователя берет на себя обязанность оплатить предусмотренную страховым договором сумму денежных средств. В этом случае страховщик не может предъявить регрессивный⁴⁷ иск по отношению к страхователю. Страховая гарантия удостоверяется специальным документом (полисом), выписываемым перестраховщиком как свидетельство принятия риска.

- *включение защитных оговорок* в заключаемые договоры⁴⁸.

Резервирование средств на покрытие непредвиденных расходов представляет собой способ борьбы с рисками, предусматривающий установление соотношения между потенциальными рисками, влияющими на стоимость проекта, и величиной расходов, необходимых для преодоления сбоев в выполнении проекта. Первой и наиболее сложной проблемой здесь является оценка потенциальных последствий рисков, т. е. сумм на покрытие непредвиденных расходов. Для ее решения можно использовать такие методы анализа рисков, как:

- *анализ чувствительности*, который призван дать точную оценку того, насколько сильно изменится эффективность проекта при определенном изменении одного из исходных параметров проекта. Чем сильнее эта зависимость, тем выше риск реализации проекта, т. е. незначительное отклонение от первоначального замысла окажет серьезное влияние на успех всего проекта;
- *проверка устойчивости*, реализация этого метода предусматривает разработку так называемых сценариев развития проекта в базовом и наиболее опасных вариантах для каких-либо участников проекта. Проект считается устойчивым и эффективным, если

⁴⁷ Регрессивный (регрессный) иск — иск к должнику о возврате денежных сумм или имущественных ценностей, которые были уплачены истцом третьему лицу по вине должника. Например, лицо, ответственное за причиненный вред, обязано по регрессивному иску страховой организации возместить суммы страховых выплат потерпевшему. На должника по регрессивному иску возлагается обязанность возместить кредитору уплаченные им третьему лицу суммы в полном объеме.

⁴⁸ В зарубежной практике оговорки широко применяются: при предоставлении консорциальных кредитов в договорах по типу кросс-дефолт, устанавливающих право кредитора на досрочное взыскание задолженности по кредиту, если заемщик не выполняет своих платежных обязательств по отношению к другим кредиторам; при заключении контрактов с партнерами по реализации инвестиционного проекта с целью уменьшения непредвиденных затрат в связи с инфляцией типа «поставляй или плати».

во всех рассмотренных ситуациях интересы участников соблюдаются, а возможные неблагоприятные последствия устраняются за счет созданных запасов или резервов, или возмещаются страховыми выплатами;

- *точка безубыточности* — один из наиболее важных показателей, характеризующих объем продаж, при котором выручка от реализации продукции (работ, услуг) совпадает с издержками производства. Для подтверждения работоспособности проектируемого производства необходимо, чтобы значение точки безубыточности было меньше значений номинальных объемов производства и продаж. Чем дальше от них значение точки безубыточности (в процентном отношении), тем устойчивее проект;
- *корректировка параметров проекта* и применяемых в расчете экономических нормативов, замены их проектных значений на ожидаемые позволяют учитывать возможную неопределенность условий реализации проекта;
- *формализованное описание неопределенности* является наиболее точным, но и наиболее сложным с технической точки зрения методом. Основным показателем, используемым для сравнения различных ИП или вариантов одного проекта и выбор лучшего из них, является показатель ожидаемого интегрального эффекта ($\Theta_{ож}$);
- *анализ сценариев развития* является наименее трудоемким методом формализованного описания неопределенности, достоинством которого является то, что он позволяет оценить одновременное влияние нескольких параметров на конечные результаты проекта через вероятность наступления каждого сценария;
- *метод Монте-Карло* является, как и предыдущие, методом формализованного описания неопределенности, используемым в наиболее сложных для прогнозирования проектах. Он основан на применении имитационных моделей, позволяющих создать множество сценариев, которые согласуются с заданными ограничениями на исходные переменные. При этом в качестве ожидаемого интегрального эффекта ($\Theta_{ож}$) ИП рассматриваются: вероятностные величины показателей эффективности проекта, обычно, *NPV*.
- *дерево решений*, как было сказано выше, используется для анализа риска проектов. Аналитику проекта, осуществляющему постро-

ение дерева решений, необходимо иметь достаточно информации, чтобы представлять возможные сценарии развития проекта с учетом вероятности и времени их наступления. Последовательность сбора данных для построения дерева решений следующая:

- определение состава и продолжительности фаз жизненного цикла проекта;
- определение ключевых событий, которые могут повлиять на дальнейшее развитие проекта;
- определение времени наступления ключевых событий;
- формулировка всех возможных решений, которые могут быть приняты в результате наступления каждого ключевого события;
- определение вероятности принятия каждого решения;
- определение стоимости каждого этапа осуществления проекта (стоимости работ между ключевыми событиями) в текущих ценах.

На основании полученных данных строится дерево решений. Его узлы представляют ключевые события, а стрелки, соединяющие узлы, — проводимые работы по реализации проекта. Кроме того, приводится информация относительно времени, стоимости работ и вероятности принятия того или иного решения. В результате построения дерева решений определяются вероятность и NPV по каждому сценарию развития проекта, а также интегральный показатель NPV .

Следующий шаг состоит в *определении структуры резерва на покрытие непредвиденных расходов*. При этом различают два подхода: 1) резервы, оговоренные контрактом, включающие общие (изменения в росте цен) и специальные (иски по контрактам, прочие); 2) резервы по категориям затрат, к которым относятся: рабочая сила, материалы и оборудование, обязательства по контрактам, комплексы работ. Следует отметить, что второй подход более точен, однако требует значительно большего объема исходных данных и реально может быть использован только для небольших проектов.

Затем определяют, для каких целей следует использовать установленный резерв, в качестве которых могут быть:

- выделение ассигнований для вновь выявленной работы по проекту;
- увеличение ассигнований на работу, для выполнения которой было выделено недостаточно средств;
- формирование варианта бюджета с учетом работ, для которых необходимые ассигнования еще не выделены;

- компенсация непредвиденных изменений трудозатрат, накладных (косвенных) расходов и т. п., возникающих в ходе работы над проектом.

После выполнения работы, для которой выделен резерв на покрытие непредвиденных расходов, необходимо сравнить плановое и фактическое распределение непредвиденных расходов. Неиспользованная часть выделенного резерва может быть возвращена в резерв проекта. Следует отметить, что часть резерва всегда должна находиться в руках менеджера проекта, а остальной частью резерва распоряжаются в соответствии с контрактом другие участники проекта.

Нейтрализация частных рисков (или метод частных рисков). Под *частными рисками* понимают риски, связанные с реализацией отдельных этапов (работ) по проекту, но напрямую не влияющие на весь проект в целом.

Наиболее важные частные риски проекта и меры по их нейтрализации можно оценить с помощью метода, который заключается в следующем:

1. Рассматривается риск, имеющий наибольшую важность для проекта.
2. Определяется перерасход средств с учетом вероятности наступления неблагоприятного события.
3. Определяется перечень возможных мер, направленных на уменьшение важности риска (уменьшение его вероятности или опасности).
4. Определяются дополнительные затраты на реализацию предложенных мер.
5. Сравняются требуемые затраты на реализацию предложенных мер с возможным перерасходом средств вследствие наступления рискового события.
6. Принимается решение о применении противорисковых мер.
7. Процесс анализа риска повторяется для следующего по важности риска.

В то же время этот метод не позволяет непосредственно определить риск реализации всего проекта. Данный метод основывается на проведенной на этапе идентификации экспертной оценке рисков, но предполагает наличие подробной информации о проекте, в том числе о графике осуществления, основных участниках, стоимости всех видов ресурсов для каждой работы и др.

Вернемся к предыдущему *примеру* (см. табл. 22) и рассмотрим риск № 5 «Координация и согласованность разработки проекта» (остальные

риски анализируются аналогичным образом). Неблагоприятным событием может считаться задержка разработки проектно-сметной документации на 2 недели. В этом случае перерасход средств для проектировщика составит, ден. ед.:

условно-постоянные расходы — 300;

штраф проектной организации — 10000;

заработная плата проектировщиков и консультантов — 1000;

Итого — 11300.

Всего с учетом вероятности наступления неблагоприятного события — 7910 ден. ед. ($11300 \cdot 0,7$).

Меры по снижению риска — совершенствование координации и интенсификации работ специалистов — уменьшат вероятность наступления неблагоприятного события (двухнедельной задержки) с 0,7 до 0,2. В этом случае дополнительные затраты составят, ден. ед.:

1. Выплата сверхурочных проектировщикам — 2000.

2. Оплата консультантов — 500.

3. Контроль — 500.

Итого — 3000.

Всего с учетом «новой» вероятности — 5260 ден. ед. ($11300 \cdot 0,2 + 3000$).

Вывод: Ожидаемая экономия от принятия противорисковых мер составит 2650 ден. ед. ($7910 - 5260$).

Снижение рисков в плане финансирования. План финансирования проекта, являющийся частью плана проекта, должен учитывать следующие виды рисков: риск нежизнеспособности проекта, налоговый риск, риск неуплаты задолженностей, риск незавершенного строительства. Рассмотрим суть этих рисков и некоторые способы их учета при разработке финансового плана.

Риск нежизнеспособности проекта. Инвесторы должны быть уверены, что предполагаемые доходы от проекта будут достаточны для покрытия затрат, выплаты задолженностей и обеспечения окупаемости капиталовложений. Этот вид гарантий требует максимальной гибкости от участников проекта. Если расчетом в рамках краткого технико-экономического обоснования получены положительные результаты оценки будущего проекта, то по некоторым вопросам целесообразно идти на компромисс с инвестором. Так, проблематично на этом этапе получить твердые гарантии выплаты дивидендов. Вместе с тем, если, например, известно, что уже есть крупный заказ на приобрете-

ние продукции проекта, можно не настаивать на дополнительных гарантиях по этому вопросу.

Налоговый риск включает:

- невозможность использовать по тем или иным причинам налоговые льготы, предоставляемые действующим законодательством;
- изменение налогового законодательства;
- решения налоговой службы, снижающие налоговые преимущества. Обычно инвесторы защищают себя от налогового риска посредством соответствующих гарантий, включаемых в соглашения и контракты.

Риск неуплаты задолженностей. Даже успешные проекты могут столкнуться с временным снижением доходов из-за краткосрочного падения спроса на продукцию (работу, услугу) проекта или снижения цен на нее. Чтобы защитить себя от таких колебаний, планируемые ежегодные доходы от проекта должны жестко перекрывать максимальные годовые выплаты по задолженностям. При этом используются такие меры снижения риска, как формирование резервных фондов, возможность дополнительного финансирования проекта, отчисление определенного процента выручки от реализации продукции (работ, услуг) проекта.

Риск незавершенного строительства. Как правило, инвесторов беспокоит риск дополнительных затрат, связанных с несвоевременным завершением строительной фазы (стадии) проекта из-за инфляции, колебаний курсов валют, экологических проблем, правительственных постановлений. Поэтому перед началом строительства участники проекта должны прийти к соглашению относительно гарантий его своевременного завершения. Результатом работы аналитиков проекта является план, в том числе финансовый, а также бюджет проекта, отражающий совокупность рисков проекта.

Все, что было сказано о снижении риска реализации ИП, в большой степени относится и к финансовым инвестициям. В целом *способы снижения риска финансовых вложений* в ценные бумаги включают их избежание, удержание, передачу, снижение степени риска. Под *избежанием* понимается простое уклонение от операции, связанной с риском. *Удержание риска* подразумевает оставление риска за инвестором, на его ответственности. *Передача риска* означает, что инвестор передает ответственность страховому обществу. *Снижение степени риска* предполагает сокращение вероятности и объема потерь,

что в значительной мере достигается за счет диверсификации портфеля ценных бумаг⁴⁹.

Для ограждения инвестора от риска при инвестициях в ценные бумаги применяются *методы хеджирования*, т. е. в определенной степени страхования финансовых операций, связанных с рисковыми вложениями, в том числе в ценные бумаги. В развитых странах под хеджированием на рынке ценных бумаг понимается система с заключением срочных контрактов и сделок, учитывающих вероятные в будущем изменения курсов ценных бумаг с целью снижения риска последствий.

11.2. Анализ и управление инвестиционными рисками

Инвестиционная деятельность всегда связана с рисками. Ее успешное осуществление во многом зависит от того, насколько удастся выполнить задачу нахождения оптимального соотношения доходности и риска, квалифицированно управлять рисками.

Доходность и риск, как известно, являются взаимосвязанными категориями. Наиболее общими закономерностями, отражающими взаимную связь между принимаемым риском и ожидаемой доходностью деятельности инвестора, являются следующие:

- более рискованным вложениям, как правило, присуща более высокая доходность;
- при росте дохода уменьшается вероятность его получения, в то время как определенный минимально гарантированный доход может быть получен практически без риска.

Оптимальность соотношения дохода и риска означает достижение максимума для комбинации «доходность — риск» или минимума для комбинации «риск — доходность». При этом должны одновременно выполняться два условия:

- 1) ни одно другое соотношение доходности и риска не может обеспечить большей доходности при данном или меньшем уровне риска;

⁴⁹ *Диверсификация* портфеля ценных бумаг (диверсификация портфеля активов, диверсификация вложений) — процесс формирования инвестором портфеля ценных бумаг путем распределения капитала между различными видами ценных бумаг.

2) ни одно другое соотношение доходности и риска не может обеспечить меньшего риска при данном или большем уровне доходности.

Анализ риска. Назначение анализа риска заключается в том, чтобы дать потенциальным партнерам необходимые данные для принятия решений о целесообразности участия в проекте и выработки мер по защите от возможных финансовых потерь. Анализ риска должен выполняться всеми участниками проекта и включает:

- *заказчик* использует результаты анализа для планирования всех элементов проекта, это наиболее заинтересованный участник проекта;
- *подрядчик* стремится ограничить количество и «цену» факторов риска, за которые он должен нести ответственность. Кроме того, результаты анализа помогут ему оформить более реалистичный вариант и, следовательно, потенциально безубыточный план своих действий в рамках проекта;
- *банк* использует результаты анализа для определения, в частности, условий кредитования проекта;
- *страховая компания* сформирует обоснованные условия имущественного или иного страхования участников проекта.

Анализ рисков можно подразделить на два взаимно дополняющих друг друга вида: **качественный и количественный подходы.**

Качественный анализ имеет целью определить (идентифицировать) факторы, области и виды рисков.

Идентификация рисков предполагает выявление состава и содержания возможных рисков. Общей основой идентификации рисков применительно к конкретному инвестиционному объекту, дающей представление о структуре риска, выступает классификация рисков. В соответствии с ней выявляются состав и содержание рисков по отдельным инвестиционным вложениям, затем по группам вложений и, наконец, по совокупности инвестиционных вложений в целом.

Качественный анализ рисков ИП проводится на стадии разработки бизнес-плана. В процессе качественного анализа проектных рисков важно исследовать причины их возникновения и факторы, способствующие их динамике, что связано с описанием возможного ущерба от проявления проектных рисков и их стоимостной оценкой.

С помощью антирисковых мероприятий можно управлять риском ИП. Важно правильно выбрать способы, позволяющие снизить про-

ектный риск, так как именно правильное управление рисками позволяет минимизировать потери, которые могут возникнуть при реализации ИП, а также снизить общую рискованность проекта.

Основными результатами качественного анализа рисков являются:

- выявление конкретных рисков и их причин;
- анализ и стоимостной эквивалент последствий возможной реализации отмеченных рисков;
- предложение мероприятий по минимизации ущерба и их стоимостная оценка.

Количественный анализ риска должен дать возможность количественно определить размеры отдельных рисков и риска проекта в целом, часто использует инструментарий теории вероятностей, математической статистики, теории исследований операций. Количественный анализ риска проводится по результатам оценки эффективности проекта и имеет следующую укрупненную последовательность операций: определение показателей предельного уровня; анализ чувствительности проекта; анализ сценариев развития проекта.

Для анализа риска используют **метод аналогий и статистический метод**.

Метод аналогий предполагает использование данных по другим, ранее выполненным проектам. За рубежом этот метод используется широко — особенно страховыми компаниями, регулярно публикующими данные о наиболее важных зонах риска и фактически понесенных ущербах. К сожалению, в бывшем СССР этот метод не применялся по причинам, главным образом, политического характера. В результате, несмотря на огромный практический опыт, отечественные организации и в настоящее время не могут, как правило, воспользоваться этим методом.

Статистический метод первоначально использовался, начиная с середины 1950-х годов в системах ПЕРТ (Program evolution and review technique — PERT) и КПМ (Critical Path Method — CPM) для определения ожидаемой продолжительности каждой работы и проекта в целом.

В последнее время стал популярен метод статистических испытаний (метод «Монте-Карло», основанный на применении имитационных моделей, позволяющих создать множество сценариев, которые согласуются с заданными ограничениями на исходные переменные). К достоинствам этого метода следует отнести возможность анализировать и оценивать различные «сценарии» реализации проекта.

Прежде чем перейти к рассмотрению способов снижения риска проекта, отметим неправомочность часто встречающегося искусственного «отделения» методов анализа от методов снижения рисков и неопределенности. Дело в том, что цель анализа состоит именно в выработке мер, позволяющих снизить риск проекта. Соответственно, принятию любого «противорискового» решения (распределение рисков, страхование, резервирование и т. д.) предшествует анализ.

Иначе говоря, речь идет о создании системы организационно-экономических стабилизационных механизмов, требующих от участников дополнительных затрат, размер которых зависит от условий реализации проекта, инвестиционной политики в целом, ожиданий и интересов участников, их оценок степени возможного риска. Такие затраты подлежат обязательному учету при определении эффективности проекта и использования инвестиций организации (предприятия) в целом.

Эта система должна работать на протяжении всего жизненного цикла ИП, используя для снижения риска и связанных с ним неблагоприятных последствий специальный набор инструментов (механизмов). Набор таких механизмов не должен содержать разделение на методы анализа риска и методы снижения риска. Они должны рассматриваться в совокупности, дополняя друг друга.

Что касается неопределенности условий, например, реализации ИП, то она не является заданной. По мере осуществления проекта участникам поступает дополнительная информация об условиях его реализации и ранее существовавшая неопределенность «снимается».

При осуществлении вложений в ценные бумаги наряду с рассмотрением общих и специфических рисков в ходе фундаментального анализа важное значение приобретает рассмотрение *технических рисков*, связанных с фондовым рынком, в частности риск несвоевременной поставки ценных бумаг, риск урегулирования расчетов.

Таким образом, проведение качественного и количественного анализа, фундаментального и технического анализ включает в себя оценку и управление рисками реальных и финансовых объектов инвестирования.

К *методам управления рисками* обычно относят: диверсификацию, уклонение от рисков, компенсацию, локализацию.

Диверсификация, как отмечалось выше, является одним из наиболее важных направлений снижения рисков. Для снижения риска деятельности организации (предприятия) желательно осуществлять производ-

ство таких товаров и услуг, спрос на которые изменяется в противоположных направлениях. Распределение риска можно организовать с помощью диверсификации как в пространстве поставщиков, так и в пространстве потребителей.

Среди методов *уклонения от рисков* особое место занимает страхование риска. Различают страхование инвестиций от политических рисков, страхование инвестиций от коммерческих и финансовых рисков. Зарубежная практика страхования использует полное страхование ИП, тогда как конкретные условия российской действительности и российское законодательство позволяют пока только частично страховать риски проекта: здания, оборудование, персонал и т. д.

Компенсация рисков в значительной степени аналогична страхованию. Она предусматривает создание определенных резервов: финансовых, материальных, информационных. Финансовые резервы могут создаваться путем выделения дополнительных средств на покрытие непредвиденных расходов. Материальные резервы означают создание специального страхового запаса сырья, материалов и комплектующих. В качестве информационных резервов можно рассматривать приобретение дополнительной информации, например, за счет проведения более детальных маркетинговых исследований.

Под *локализацией рисков* понимается выделение определенных видов деятельности, которые могут привести к локализации риска. Например, создание отдельной фирмы или дочернего предприятия фирмы для реализации нового рискованного ИП. Кроме того, для повышения устойчивости ИП и снижения его рискованности может быть изменен состав участников, в частности, путем включения в дело венчурных фирм, специализирующихся на финансировании рискованных, инновационных проектов.

Следующий этап управления рисками предполагает проведение *мониторинга рисков* с целью осуществления необходимой корректировки принятых решений. Важным принципом проведения мониторинга является сопоставимость результатов, для обеспечения которой необходимо применять единую методику и использовать ее через равные интервалы времени.

Эффективность мониторинга во многом зависит от качества построения системы показателей риска, степени ее репрезентативности, а также чувствительности к неблагоприятным изменениям, имеющим отношение к рассматриваемому инвестиционному объекту.

Завершающей стадией процесса управления рисками выступает **ретроспективный анализ** результатов минимизации ущерба. Проведение такого анализа вполне обоснованно, так как дает возможность сравнить планируемые и достигнутые результаты управления рисками, учесть полученный опыт для оптимизации процесса управления рисками в будущем.

Использование рассмотренных методов анализа и управления инвестиционными рисками требует накопления больших массивов информации, средств ее обработки, обширного багажа теоретических и практических знаний, высокой квалификации специалистов-аналитиков, их способности к конструктивному мышлению и прогностическим оценкам. Все это делает процесс управления рисками весьма сложным, трудоемким и дорогостоящим. Однако, как показывает опыт, недостаточное внимание к процессам управления рисками ставит под вопрос не только возможность максимизации прибыли, но и финансовую устойчивость субъектов инвестиционной деятельности.

С учетом вышесказанного система управления инвестиционными объектами должна предусматривать сбор и обработку информации о меняющихся условиях их реализации и соответствующую корректировку, графиков совместных действий участников, условий договоров между ними.

Контрольные вопросы и задания

1. Что предполагает идентификация рисков?
2. Назовите составляющие алгоритма метода экспертной оценки рисков реальных инвестиций (инвестиционного проекта).
3. Что понимают под инвестиционным риском? Поясните динамические и статистические риски.
4. Каково соотношение между риском и доходностью?
5. Назовите методы снижения инвестиционных рисков.
6. Расскажите о методе распределения рисков.
7. Охарактеризуйте метод страхования риска.
8. В чем сущность метода резервирования средств на покрытие непредвиденных расходов?

9. Что понимается под частными рисками? Раскройте содержание метода нейтрализации частных рисков.
10. Расскажите о методе снижения рисков в плане финансирования.
11. Назовите способы снижения рисков финансовых инвестиций и дайте их характеристику.
12. В чем состоит назначение анализа риска?
13. В чем состоит цель качественного анализа рисков? Раскройте его содержание.
14. Каковы возможности количественного анализа рисков?
15. В чем состоит суть метода аналогий и статистического метода, используемые для анализа риска?
16. Назовите и охарактеризуйте методы управления рисками.

Заключение

Инвестиции — «лакмусовая бумажка» развития всей экономики. Это вложения финансовых, материальных и нематериальных ресурсов для освоения, расширения и продолжения бизнеса.

С помощью вложения инвестиций можно менять долю в капитале акционерных обществ, участвовать в сделках купли-продажи хозяйственных объектов, экспорте и импорте капитала, кредитовании хозяйственной деятельности организаций, в осуществлении производственных и социальных проектов и программ на макро- и микроуровнях.

Особое значение имеют инвестиции в основной капитал. Именно эти инвестиции определяют структуру экономики, производительность труда, материалоемкость и энергоемкость производства, потребительские свойства выпускаемой продукции, производимых работ и оказываемых услуг. По существу, они определяют будущий облик экономики.

На сегодняшний период времени значительная часть инвестиций поступает из банков. Они не только кредитуют организации и предприятия, но и сами вкладывают средства в инвестиционные проекты и программы, покупку ценных бумаг. В инвестиционном процессе роль страховых и инвестиционных компаний, пенсионных фондов незначительна. Фондовый рынок ограничен оборотом активов десятков компаний — эмитентов. Положительные и отрицательные стороны инвестиционной ситуации в России — это большой удельный вес организаций в основном капитал — более 50%. Инвестиции пока обеспечивают только жизнеспособность экономики, поддерживая по сути в рабочем состоянии морально и физически устаревшее оборудование. Качественных изменений в технологиях, структуре производства, мягко говоря, наблюдается незначительно.

Глубокое изучение перечисленных, а также других вопросов, изложенных в учебном пособии, их практическое использование позволят повысить эффективность инвестиционной деятельности организаций. Авторы учебного пособия сконцентрировали внимание на понятийных характеристиках инвестиций и инвестиционной деятельности организаций, на методах и методиках формирования портфеля инвестиций, расчета показателей их эффективности. Материал учебного пособия подготовлен на основе обобщения значительного объема публикаций, исследований, связанных с осуществлением организациями действенной инвестиционной стратегии, тесно увязанной с экономической политикой государства в условиях рыночной экономики.

Библиографический список

1. Аскинадзи В. М. Инвестиции : учебник для бакалавров / В. М. Аскинадзи. Москва : Юрайт, 2016. 422 с.
2. Управление инвестициями : учебник для бакалавров / под ред. К. В. Балдина. Москва : Дашков и К^о, 2017. 238 с.
3. Борисова О. В. Инвестиции. В 2 т. Т. 1. Инвестиционный анализ : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / О. В. Борисова. Москва : Юрайт, 2017. 218 с.
4. Васильева Н. В. Инвестиционный менеджмент : учебное пособие / Н. В. Васильева. Йошкар-Ола : ПГТУ, 2018. 96 с.
5. Гитман Л. Дж. Основы инвестирования : пер. с англ. / Л. Дж. Гитман, М. Д. Джонк. Москва : Дело, 1997. 1008 с.
6. Гражданский кодекс Российской Федерации / под ред. Г. Ю. Касьяновой. Москва : АБАК, 2018. 736 с.
7. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) [Электронный ресурс] : Федеральный закон от 30.11.1994 г. № 51-ФЗ (в ред. от 23.05.2018 г.) // Консультант Плюс: Российское законодательство. Режим доступа: <http://www.consultant.ru>. Загл. с экрана.
8. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть вторая) [Электронный ресурс] : Федеральный закон от 26.01.1996 г. № 14-ФЗ (в ред. от 23.05.2018 г.) // Консультант Плюс: Российское законодательство. Режим доступа: <http://www.consultant.ru>. Загл. с экрана.
9. Инвестиции в России. 2015: Стат. сборник [Электронный ресурс]. Москва: Росстат, 2015. Режим доступа: http://www.gks.ru/bgd/regl/B15_56/Main.htm. Загл. с экрана.
10. Инвестиции в России. 2017 : Стат. сборник [Электронный ресурс]. Москва : Росстат, 2017. 188 с. Режим доступа: http://www.gks.ru/bgd/regl/b17_56/Main.htm. Загл. с экрана.

11. Инвестиционная деятельность в России: условия, факторы, тенденции — 2017 : Стат. бюллетень / Москва: Росстат, 2017. [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.gks.ru/bgd/regl/b17_112/Main.htm. Загл. с экрана.
12. Касьяненко Т. Г. Инвестиционный анализ : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / Т. Г. Касьяненко. Москва : Юрайт, 2017. 560 с.
13. Ковалев В. В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности / В. В. Ковалев. Москва : Финансы и статистика, 1996. 432 с.
14. Лейнер Дж. Венчурный капитал, прямые инвестиции и финансирование предпринимательства : пер. с англ. / Дж. Лейнер. Москва : Изд-во Института Гайдара, 2016. 784 с.
15. Лукасевич И. Я. Инвестиции: учебник для студентов вузов / И. Я. Лукасевич. Москва : ИНФРА-М, 2018. 413 с.
16. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов: (Вторая редакция) / В. В. Коссов [и др.] Москва : ОАО «НПО Изд-во «Экономика», 2000. 421 с.
17. Инвестиционный менеджмент : учебное пособие / под ред. В. В. Мищенко. Москва : КНОРУС, 2013. 400 с.
18. Налоговый кодекс Российской Федерации. Части первая и вторая. Екатеринбург : Ажур, 2013. 400 с.
19. Николаев М. А. Инвестиционная деятельность : учебное пособие / М. А. Николаев. Москва : ИНФРА-М, 2014. 335 с.
20. О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации [Электронный ресурс] : Федеральный закон от 13.07.2015 г. № 224-ФЗ // КонсультантПлюс: Российское законодательство. Режим доступа: <http://www.consultant.ru>. Загл. с экрана.
21. О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг [Электронный ресурс] : Федеральный закон от 05.03.1999 г. № 46-ФЗ (в ред. от 03.07.2016 г.) // КонсультантПлюс: Российское законодательство. Режим доступа: <http://www.consultant.ru>. Загл. с экрана.
22. Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений [Электронный ресурс] : Федеральный закон от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ

- (в ред. от 26.07.2017 г.) // Консультант Плюс: Российское законодательство. Режим доступа: <http://www.consultant.ru>. Загл. с экрана.
23. Об инвестиционной деятельности в РСФСР [Электронный ресурс] : Закон РСФСР от 26.06.1991 г. № 1488–1 (в ред. от 26.07.2017 г.) (в части норм, не противоречащих Федеральному закону от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ) // Консультант Плюс: Российское законодательство. Режим доступа: <http://www.consultant.ru>. Загл. с экрана.
 24. Об иностранных инвестициях в Российской Федерации [Электронный ресурс] : Федеральный закон от 09.07.1999 г. № 160-ФЗ (в ред. от 31.05.2018 г.) // Консультант Плюс: Российское законодательство. Режим доступа: <http://www.consultant.ru>. Загл. с экрана.
 25. Об инвестиционном товариществе [Электронный ресурс] : Федеральный закон от 28.11.2011 г. № 335-ФЗ (в ред. от 21.07.2014 г.) // Консультант Плюс: Российское законодательство. Режим доступа: <http://www.consultant.ru>. Загл. с экрана.
 26. Об инвестиционных фондах [Электронный ресурс] : Федеральный закон от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ (в ред. от 31.12.2017 г.) // Консультант Плюс: Российское законодательство. Режим доступа: <http://www.consultant.ru>. Загл. с экрана.
 27. О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесение изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации [Электронный ресурс] : Федеральный закон от 13.07.2015 г. № 224-ФЗ // КонсультантПлюс: Российское законодательство. Режим доступа: <http://www.consultant.ru>. Загл. с экрана.
 28. О рынке ценных бумаг [Электронный ресурс] : Федеральный закон от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ (в ред. от 18.04.2018 г.) // Консультант Плюс: Российское законодательство. Режим доступа: <http://www.consultant.ru>. Загл. с экрана.
 29. Панфилова О. В. Теория воспроизводства капитала в национальной экономике : монография / О. В. Панфилова. Санкт-Петербург : Изд-во Санкт-Петербургского гос. экон. ун-та, 2017. 101 с.
 30. Пархоменко М. Б. Налоги, учет, отчетность и ответственность — 2017 : справочное пособие для руководителей и бухгалтеров

- предприятий / М. Б. Пархоменко, М. А. Дерябин, В. В. Кошчев. 23-е изд., доп. и перераб. Екатеринбург : Ажур, 2017. 194 с.
31. Российский статистический ежегодник, 2016 : статистический сборник / Федерал. служба гос. статистики. Москва, 2016. 725 с.
 32. Россия в цифрах, 2017 : краткий статистический сборник / Федерал. служба гос. статистики. Москва, 2017. 511 с.
 33. Сергеев И. В. Инвестиции : учебник и практикум для прикладного бакалавриата / И. В. Сергеев. Москва: Юрайт, 2018. 314 с.
 34. Серов В. М. Инвестиционный анализ : учебник / В. М. Серов. Москва : НИЦ ИНФРА-М, 2018. 248 с.
 35. Турманидзе Т. У. Анализ и оценка эффективности инвестиций : учебник / Т. У. Турманидзе. Москва : ЮНИТИ-ДАНА, 2015. 247 с.
 36. Хиггинз Р. С. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями : пер. с англ. / Р. С. Хиггинз. Москва : Издательский Дом Вильямс, 2013. 463 с.
 37. Чараева М. В. Финансовое управление реальными инвестициями организаций : учебное пособие / М. В. Чараева. Москва : Альфа-М, 2014. 240 с.
 38. Чараева М. В. Реальные инвестиции : учебное пособие для студентов вузов / М. В. Чараева. Москва : ИНФРА-М, 2018. 265 с.
 39. Шарп У. Ф. Инвестиции : пер. с англ. / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бейли. Москва : Инфра-М, 2018. 1027 с.
 40. Щербаков В. Н. Инвестиции и инновации : учебник / под ред. В. Н. Щербакова. Москва : Дашков и К°, 2017. 658 с.
 41. Янковский К. П. Инвестиции : учебное пособие / К. П. Янковский. Санкт-Петербург : Питер, 2008. 368 с.

Приложение

Краткая характеристика некоторых источников внешнего финансирования инвестиций

Источник финансирования	Сроки	Обеспечение	Требования	Преимущества	Недостатки	Субъект
1	2	3	4	5	6	7
<i>Открытое размещение</i>	Длительный срок	Доля в капитале компании	Установившаяся тенденция роста объема продаж/прибыли. Высокий потенциал роста. Надежность эмитента	Получение значительного капитала. Расширение капитальной базы компании. Обеспечение ликвидности активов. Создание привлекательных стимулов инвестирования в акции. Повышение реализуемости акций. Повышение стоимости акций. Отсутствие необходимости выплаты долгов. Не требуется дополнительное обеспечение (гарантий)	Требуются значительные затраты на эмиссию и размещение ценных бумаг. Регламентация порядка эмиссии со стороны органов управления рынком ценных бумаг. Разводнение акционерного капитала. Давление акционеров, направленное на обеспечение роста прибылей	Инвестиционные банки. Другие кредитные институты. Открытый рынок

1 <i>Облигации корпораций</i>	2 5–30 лет	3 Необеспеченные или обеспеченные	4 Требуется представление отчета о продажах/прибыли, наличие прогнозируемого денежного потока	5 Процентная ставка, как правило, фиксирована. Процент вычитается из налогооблагаемой прибыли. Меньший размер платежей в погашение. Могут восприниматься как дополнительный капитал	6 Могут использоваться в основном крупными компаниями. Требуется значительные затраты на эмиссию и размещение ценных бумаг. Регламентация порядка эмиссии со стороны органов управления рынком ценных бумаг. Сложность размещения в кризисной ситуации. Процентная ставка может быть высокой	7 Инвестиционные банки. Другие кредитные институты. Открытый рынок
<i>Кредитная линия</i>	1–3 года	То же	Требуется дополнительное обеспечение (гарантии), предоставление отчета о продажах/прибыли, наличие прогнозируемого денежного потока	Предоставляются дополнительные услуги. Процент прогнозируем. Гибкая схема заимствования и погашения долга	Может потребоваться дополнительное обеспечение. Предоставление кредита ограничивается установленным лимитом. Возможны высокие процентные ставки	Коммерческие банки, другие кредитные институты

1	2	3	4	5	6	7
<i>Возобновляемые ссуды Конвертируемые в срочные</i>	2–3 года 5–7 лет	То же	То же	Предоставляются дополнительные услуги. Гибкая схема заимствования и погашения долга. Возможность отсрочки выплаты до погашения достаточного по величине денежного потока. Обеспечиваются долговременные обязательства по финансированию. Возможность возобновления ссуды при эффективных результатах деятельности	Может потребоваться дополнительное обеспечение. Сложность погашения в кризисные периоды. Предоставление ссуды ограничивается установленным лимитом. Возможны высокие процентные ставки. При плавающей процентной ставке величина процентов труднопредсказуема	То же
<i>Срочная ссуда</i>	3–7 лет	Необеспеченная или обеспеченная	То же	Предоставляются дополнительные услуги. Процент вычитается из суммы налогооблагаемой прибыли. Ставка может быть фиксированной. Обеспечиваются долговременные обязательства по финансированию. Возможность постепенного погашения	Может потребоваться дополнительное обеспечение. Сложность погашения в кризисные ситуации. Возможны высокие процентные ставки	То же

1	2	3	4	5	6	7
<i>Ипотечное обязательство</i>	7–30 лет	Недвижимость	То же	Предоставляются дополнительные услуги. Процент вычитается из суммы налогооблагаемой прибыли. Возможность устанавления фиксированной процентной ставки. Меньшие размеры платежей в погашение за более длительный срок	Требуется дополнительное обеспечение	Коммерческие банки, другие кредитные институты. Физические лица. Открытый рынок.
<i>Государственное финансовое роование</i>	Длительный срок	Государственные гарантии	Предоставляются компаниям, соответствующим определенным стандартам. Требуется достаточное дополнительное обеспечение. Средства должны использоваться строго по целевому назначению	Более низкие суммы платежей в погашение при более длительных периодах. Процент вычитается из суммы налогооблагаемой прибыли. Возможно предоставление дополнительных услуг	Суммы выделяемых средств ограничены. Требуется дополнительное обеспечение. Предоставление кредита оговаривается определенными условиями. Полученные средства должны расходоваться по целевому назначению	Государственные институты развития. Органы государственного управления

1	2	3	4	5	6	7
<i>Лизинг</i>	Ограничение сроком службы зингового имущества	Обеспечивается арендаемым имуществом	Требуется наличие предсказуемого денежного потока	Предоставляются дополнительные услуги. Удобная схема финансирования. Процентная ставка может быть фиксированной или плавающей. Процент вычитается из суммы налогооблагаемой прибыли. Меньший размер платежей в погашение при более длительном сроке лизинга. Мо- жет не требоваться дополнительное обеспечение	Необходимо дополнительное обеспечение. Процентная ставка может быть высокой. В конце срока аренды могут потребоваться дополнительные платежи	Коммерческие банки. Лизинговые компании
<i>Венчурный капитал</i>	3–7 лет	Собственный капитал компании	Предоставляется венчурным предприятиям на различных этапах их развития. Финансируемые компании должны обладать большим рыночным потенциалом или уже достигнуть устойчивого положения и характеризоваться быстрым ростом	Повышение устойчивости собственного капитала. Позволяет компании достичь достаточного уровня зрелости для обеспечения возможности финансирования другими способами, в частности путем продажи акций на фондовом рынке. Отсутствие расходов на выплату долга и процентов, дополнительное потребление в ликвидности. Возможность использования опыта венчурных инвесторов в сфере менеджмента и финансов	Сложность получения; процесс привлечения венчурного капитала требует больших затрат времени и сопряжен с трудностями. Разводнение акционерного капитала. Высокий риск, отсутствие гарантированного успеха. Ожидание высоких доходов со стороны венчурных инвесторов. Экономический контроль над компанией может быть передан венчурным инвесторам	Физические лица. Государственные и частные фонды венчурного капитала. Специализированные инвестиционные компании

1	2	3	4	5	6	7
<i>Ограниченность партнерства</i>	Длительный срок	Не имеется	Значительные затраты, связанные с использованием особых технологий или производством перспективного продукта. Длительный цикл	Налоговые льготы. Гибкая схема финансирования. Сохранение контроля за производством	Высокий риск потери исключительных прав на технологию, налоговых преимуществ. Уязвимость по отношению к изменениям в налоговом законодательстве. Необходимость обособленного долгосрочного планирования	Инвестиционные банки. Члены консорциумов. Корпоративные партнеры. Физические лица
<i>Франчайзинг</i>	Длительный срок	Нет	Фирма-франчайзер должна иметь высокий имидж на рынке. Производимый продукт должен иметь ярко выраженные характеристики и высокое качество. Фирма-франчайзер должен обеспечить стандарты качества, быстрое распространение продукта	Немедленное поступление денежных средств, не связанное с образованием задолженности. Ограниченные потребности в капитале. Отсутствует разводнение акционерного капитала. Низкая степень риска. Возможность быстрого расширения. Распределение производственных расходов. Обеспечение постоянных поступлений	Наличие затрат, связанных с предоставлением франчайза. Трудности юридического оформления предоставления франчайза. Необходимость деления прибылями с франчайзодержателями	Франчайзодержатели

Учебное издание

Руткаускас Татьяна Константиновна
Домников Алексей Юрьевич
Медведева Людмила Александровна
Бабанова Фаина Рашитовна
Руткаускас Константин Витальевич
Федоренко Мария Олеговна
Попов Михаил Валерьевич

**ИНВЕСТИЦИИ
И ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ
ОРГАНИЗАЦИЙ**

Редактор *О. С. Смирнова*
Верстка *О. П. Игнатъевой*

Подписано в печать 15.08.2019. Формат 70×100/16.
Бумага офсетная. Цифровая печать. Усл. печ. л. 25,5.
Уч.-изд. л. 18,0. Тираж 40 экз. Заказ 205

Издательство Уральского университета
Редакционно-издательский отдел ИПЦ УрФУ
620049, Екатеринбург, ул. С. Ковалевской, 5
Тел.: +7 (343) 375-48-25, 375-46-85, 374-19-41
E-mail: rio@urfu.ru

Отпечатано в Издательско-полиграфическом центре УрФУ
620083, Екатеринбург, ул. Тургенева, 4
Тел.: +7 (343) 358-93-06, 350-58-20, 350-90-13
Факс: +7 (343) 358-93-06
<http://print.urfu.ru>

