

УДК 330

ББК 65.01я73

ИНВЕСТИЦИИ. Курс лекций. Учебное пособие для ВУЗов. - М.: Экзамен, 2006. - 192 с. - (Курс лекций). - ISBN 5-472-02261-4

© ООО «Ай Пи Эр Медиа», 2006

Автор: Жулина Елена Геннадьевна — ст. преподаватель кафедры «финансы и кредит»

В пособии раскрываются основные положения, связанные с осуществлением инвестиционной деятельности в современной экономике. Рассмотрены вопросы сущности и видов инвестиций, механизма разработки и экономической оценки эффективности инвестиционных проектов. Значительное место отводится рассмотрению реальных инвестиций и инвестиций в ценные бумаги. Анализируются основные источники финансирования инвестиционных проектов и методы их привлечения.

Примеры, рассматриваемые в ходе изложения теоретических положений, помогут лучше ориентироваться при принятии инвестиционных решений и выборе тактики финансирования инвестиционных проектов.

Курс лекций предназначен не только для студентов, обучающихся по экономическим специальностям, но и для аспирантов, преподавателей, и может быть полезен для практических работников.

СПИСОК ПРИНЯТЫХ СОКРАЩЕНИЙ

ГПК РФ — Гражданский процессуальный кодекс Российской Федерации
Закон РФ — Закон Российской Федерации
Конституция РФ — Конституция Российской Федерации
ТК РФ — Трудовой кодекс Российской Федерации
УК РФ — Уголовный кодекс Российской Федерации
УИК РФ — Уголовно-исполнительный кодекс Российской Федерации
ФЗ — Федеральный закон
ФКЗ — Федеральный конституционный закон
Минюст РФ — Министерство Российской Федерации
Президент РФ — Президент Российской Федерации
Правительство РФ — Правительство Российской Федерации
РГ — Российская газета
СЗ РФ — Собрание законодательства Российской Федерации
МРОТ — минимальный размер оплаты труда
ФСИН РФ — Федеральная служба исполнения наказаний Российской Федерации
ФССП РФ — Федеральная служба судебных приставов Российской Федерации
СИЗО — следственный изолятор
п. — пункт (ы)
ст. — статья (и)
ч. — часть
ч — час

Содержание

Глава 1. Инвестиции и инвестиционная деятельность

- 1.1. Экономическое содержание инвестиций
- 1.2. Классификация инвестиций
- 1.3. Понятие инвестиционной деятельности
- 1.4. Государственное регулирование инвестиционной деятельности в России

Глава 2. Основы инвестиционного проектирования

- 2.1. Сущность и виды инвестиционных проектов
- 2.2. Этапы разработки и реализации инвестиционного проекта
- 2.3. Содержание прединвестиционных исследований
- 2.4. Бизнес-план инвестиционного проекта

Глава 3. Оценка эффективности инвестиционных проектов

- 3.1. Понятие и показатели эффективности инвестиционного проекта
- 3.2. Бюджетная эффективность инвестиционных проектов
- 3.3. Простые методы оценки эффективности инвестиционных проектов
 - 3.3.1. Определение срока окупаемости инвестиций
 - 3.3.2. Метод расчета отдачи на вложенный капитал
- 3.4. Сложные методы оценки эффективности инвестиционных проектов
 - 3.4.1. Методика определения стоимости инвестиций при использовании сложных процентов
 - 3.4.2. Метод расчета чистой дисконтированной стоимости инвестиционного проекта
 - 3.4.3. Определение внутренней нормы доходности инвестиционных проектов

Глава 4. Инвестиционно-строительная деятельность

- 4.1. Понятие и значение капитального строительства в инвестиционном процессе
- 4.2. Общая характеристика субъектов инвестиционно-строительной деятельности
- 4.3. Организационные формы капитального строительства
- 4.4. Основные принципы и особенности ценообразования в капитальном строительстве
- 4.5. Подрядные отношения в инвестиционно-строительной деятельности

Глава 5. Инвестиционные качества ценных бумаг

- 5.1. Ценные бумаги как объект финансовых инвестиций

- 5.2. Общая характеристика ценных бумаг
- 5.3. Инвестиционные качества долевых ценных бумаг
- 5.4. Инвестиционные качества долговых ценных бумаг

Глава 6. Основы портфельного инвестирования

- 6.1. Понятие портфеля ценных бумаг
- 6.2. Типы портфелей ценных бумаг
- 6.3. Формирование портфеля ценных бумаг
- 6.4. Управление портфелем ценных бумаг
- 6.5. Модели выбора оптимального портфеля ценных бумаг

Глава 7. Финансирование инвестиционных проектов

- 7.1. Общая характеристика источников финансирования инвестиционных проектов
- 7.2. Собственные средства предприятий и организаций
- 7.3. Самофинансирование
- 7.4. Роль доходов населения как источника финансирования инвестиций
- 7.5. Иностранные инвестиции

Глава 8. Способы мобилизации инвестиционных ресурсов

- 8.1. Долгосрочное кредитование капитальных вложений
- 8.2. Инвестиционный налоговый кредит
- 8.3. Ипотечное кредитование
- 8.4. Мобилизация инвестиционных ресурсов путем эмиссии ценных бумаг
 - 8.4.1. Организация эмиссии ценных бумаг
 - 8.4.2. Облигационный займ
 - 8.4.3. Акционирование
- 8.5. Лизинг

Глава 9. Новые методы финансирования инвестиционных проектов

- 9.1. Венчурное финансирование
- 9.2. Проектное финансирование

Глава 1. Инвестиции и инвестиционная деятельность

1.1. Экономическое содержание инвестиций

Термин «инвестиции» в переводе с латинского означает «вкладывать». В России этот термин отождествлялся с понятием капитальных вложений, причиной тому было отсутствие в советской России финансового рынка. На западе под инвестициями понимались любые вложения капитала с целью его увеличения в будущем.

П. Самуэльсон определяет *инвестирование* как отказ от использования доходов на текущее потребление в пользу капиталообразования и ожидаемого расширения потребления в будущем. В этом определении нашли свое отражение две взаимосвязанные стороны рассматриваемого процесса — его долгосрочный характер и направленность на расширенное удовлетворение потребностей. Близкая трактовка инвестиций содержится и в известной работе Дж. Кейнса «Общая теория занятости, процента и денег»¹.

Вместе с тем, характеристика инвестиций как долгосрочных вложений капитала внутри страны и за границей, данная в российской банковской энциклопедии, не отражает в полной мере цели инвестирования.

Г.И. Рузавин, в своей работе «Основы рыночной экономики», считает, что «инвестиции — расходы на расширение и обновление производства, связанные с введением новых технологий, материалов и других орудий и предметов труда».² Но за рамками определения остаются проблемы финансовые (то есть инвестиции на валютном рынке и рынке ценных бумаг) и интеллектуальные (то есть приобретение патентов, лицензий, ноу-хау и т.д.).

А.С.Булатов, считает инвестициями сбережения, направляемые в хозяйственную жизнь; вложения в капитал. Если инвестиции — это вложения в капитал, а капитал, в свою очередь, представляет собой «экономический ресурс, определяемый как сумма материальных, денежных и интеллектуальных средств, используемых для предпринимательской деятельности»³, то за процессом инвестирования остается конечный потребитель.

Под инвестицией Гитман Л.Дж. и Джонк М.Л. понимают способ помещения капитала, который должен обеспечить сохранение или возрастание стоимости и (или) принести положительную величину дохода.

И.В.Сергеев и И.И.Веретенникова считают, что под инвестициями в широком смысле необходимо понимать денежные средства, имущественные и интеллектуальные ценности

¹ Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег. — М.: Прогресс, 1978.

² Рузавин Г.И. Основы рыночной экономики. — М.: Банки и биржи, 1996.

³ См.: Экономика. Учеб. пособие/ Под ред. Булатова А.С. — М.: БЕК, 1997. С.765.

государства, юридических и физических лиц, направляемые на создание новых предприятий, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих, приобретение недвижимости, акций, облигаций и других ценных бумаг и активов с целью получения прибыли и (или) иного положительного эффекта.

А.М.Марголин и А.Я.Быстряков верно отмечают, что в определении, заложенном в действующем законодательстве, представлена попытка комплексного отражения экономического содержания категории «инвестиции». Они считают, что в нем незаслуженно «поражены в правах» такие неотъемлемые элементы инвестиций, как здания и сооружения, оборудование, технологии. Поэтому данные экономисты дают следующее определение инвестиций: инвестиции — денежные средства, целевые банковские вклады, паи, акции и другие ценные бумаги, технологии, машины, оборудование, иное имущество, а также имущественные и иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта.

Я.С.Мелкумов отмечает, что термин «инвестиции» происходит от латинского слова *invest*, что означает «вкладывать». Инвестирование, по его мнению, может быть определено как долгосрочное вложение экономических ресурсов с целью создания и получения чистой прибыли в будущем, превышающей общую начальную величину инвестиций (вложенного капитала). При этом прирост капитала должен быть достаточным, чтобы компенсировать инвестору отказ от использования собственных средств на потребление в текущем периоде, вознаградить его за риск и возместить потери от инфляции в будущем периоде.

Все эти определения, по нашему мнению, имеют право на существование. Они конкретизируют те или иные стороны инвестирования. Но и все отражают основную цель инвестирования — получение прибыли и (или) иного положительного эффекта.

Особо хотелось бы отметить определение иностранной инвестиции, данное в Федеральном законе № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» от 09. 07. 1999 г., отражающее и регламентирующее деятельность иностранных инвесторов. «Иностранная инвестиция — вложение иностранного капитала в объект предпринимательской деятельности на территории Российской Федерации в виде объектов гражданских прав, принадлежащих иностранному инвестору, в том числе денег, ценных бумаг..., иного имущества, имущественных прав, имеющих денежную оценку, исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности, а также услуг и информации».

Существует еще несколько определений понятия «инвестиции», требующие нашего внимания.

1. Инвестиции — это вложение капитала с целью его последующего увеличения. При этом прирост капитал, полученный в результате инвестирования, должен быть достаточным, чтобы компенсировать инвестору отказ от имеющихся средств на потребление в текущем периоде, вознаградить его за риск и возместить потери от инфляции в будущем периоде⁴.

2. С финансовой и экономической точек зрения инвестиции — это долгосрочное вложение экономических ресурсов в целях создания и получения чистой прибыли в будущем, превышающей общий начальный вложенный капитал⁵.

3. Инвестиции — это поток вложений средств, с определенной целью отвлеченных от непосредственного потребления⁶.

4. Инвестиции — процесс, в ходе которого осуществляется преобразование ресурсов в затраты с учетом целевых установок инвесторов — получения дохода (эффекта)⁷. Инвестиции — вложение капитала в объекты предпринимательской деятельности и/или иной деятельности в целях получения прибыли и/или достижения иного полезного эффекта⁸.

5. Сущностью инвестиций является долгосрочная иммобилизация капитала в расширение действующего производства или в авансирование вновь создаваемого производства, сопровождаемая последовательным изменением форм стоимости и ее возрастанием⁹.

6. Инвестиции — долгосрочные вложения капитала внутри страны и за границей¹⁰.

7. Инвестиции — стоимость товаров, приобретаемых предпринимателями для пополнения запасов капитала¹¹.

8. Инвестиции — расходы на расширение и обновление производства, связанные с введением новых технологий, материалов и других орудий и предметов труда¹².

9. Инвестиции — вложение капитала в объекты предпринимательской деятельности и/или иной деятельности в целях получения прибыли и/или достижения иного полезного эффекта.

В действующем российском законодательстве представлена комплексная трактовка экономического содержания категории «инвестиции».

В соответствии с Федеральным законом РФ от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме

⁴ Бочаров В.В. Инвестиционный менеджмент. — СПб: Питер, 2000. С. 7.

⁵ Колтынюк Б.А. Инвестиционные проекты: Учебник. — СПб: Изд-во Михайлова В.А., 2002. С.13.

⁶ Орлова Е.Р. Инвестиции: Курс лекций. М.: ИКФ Омега-Л, 2003. С.6.

⁷ Игонина Л.Л. Инвестиции: Учеб. пособие / Под ред. д-ра экон. наук, проф. В.А. Слепова. — М.: Юристъ, 2002. С. 25.

⁸ Там же, с. 435.

⁹ Жданов В.П. Организация и финансирование инвестиций. — Калининград: «Янтарный сказ», 2000. С.

^{12.} Российская банковская энциклопедия. — М.: Изд. «Эта», 1995 год

¹⁰ Экономическая теория: Учебник А.И. Добрынин. — СПб.: Питер Паблининг, 1997. — с.461 — 462

¹¹ Рузавин Г.И. Основы рыночной экономики. — М.:Банки и биржи, 1996 г.

капитальных вложений», инвестиции — это денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта¹³.

Традиционно под инвестициями принято понимать осуществление определенных экономических проектов в настоящем, с расчетом получить доходы в будущем. Такой подход к пониманию инвестиций является преобладающим как в отечественной, так и зарубежной экономической литературе.

Таким образом, инвестиции — это различного вида капитал, вкладываемый в различные объекты деятельности для получения полезного эффекта. Так в каких же формах вкладывается (инвестируется) капитал? Это денежные средства, имущественные и интеллектуальные ценности государства, юридических и физических лиц, направляемые на создание новых предприятий, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих, приобретение недвижимости, акций, облигаций и других ценных бумаг и активов с целью получения прибыли и (или) иного положительного эффекта. Кроме того, люди, осуществляя трудовую деятельность, ежедневно вкладывают свой человеческий капитал (умственные и физические способности), получая взамен отдачу в виде заработной платы.

Вкладывать капитал инвестор будет только тогда, когда:

- во-первых, прирост капитала от инвестирования будет удовлетворять ожиданиям самого инвестора;
- во-вторых, прирост капитала от инвестирования возместит инвестору потери от инфляции в будущем;
- в-третьих, прирост капитала от инвестирования вознаградит инвестора за риск возможной потери части дохода при возникновении инвестиционных рисков (неблагоприятных ситуаций).

Экономическое содержание инвестиций предполагает существование двух аспектов движения капитала. С одной стороны, инвестиции воплощаются в создаваемом инвестиционном объекте предпринимательской деятельности, образуя активы инвестора. В этой связи реальные инвестиции, то есть инвестиции в натурально-вещественные факторы производства гораздо надежнее. С другой стороны, посредством инвестиций осуществляется перераспределение ресурсов и средств между теми, у кого они в избытке, и теми, у кого они в недостатке.

¹³ Федеральный закон от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений».

Инвестиции предполагают осуществление совокупности затрат и направлены на воспроизводство капитала, его поддержание и приращение. Инвестиции как один из видов накопления капитала являются необходимым условием экономического роста и повышения уровня благосостояния общества.

Объем и результативность инвестиций по существу определяют жизнедеятельность экономики. Чем эффективнее протекают процессы расширенного воспроизводства капитала, тем успешнее развиваются производственный потенциал и социальная инфраструктура страны. Для России проблемы привлечения инвестиций и активизации инвестиционной деятельности являются жизненно важными.

1.2. Классификация инвестиций

Сущность инвестиций наиболее полно проявляется в их многообразии. Инвестиции в зависимости от объекта инвестирования принято делить на реальные и финансовые.

Реальные инвестиции — вложение в создание новых, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий. В этом случае предприятие-инвестор, вкладывая средства, увеличивает свой производственный капитал — основные производственные фонды и необходимые для их функционирования оборотные средства. Реальные инвестиции представляют собой совокупность капитальных вложений и вложений капитала в нематериальные активы.

В Законе РФ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» понятие "капитальные вложения" трактуется следующим образом: «...капитальные вложения — инвестиции в основной капитал (основные средства), в том числе затраты на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий, приобретение машин, оборудования, инструмента, инвентаря, проектно-изыскательские работы и другие затраты». Если исходить из этого определения, то инвестиции, вложенные в оборотные средства, не могут считаться капитальными вложениями.

Таким образом, понятие «реальные инвестиции» шире, чем «капитальные вложения». Реальные инвестиции — это средства, направляемые как в основной, так и в оборотный капитал.

Если говорить более конкретно, то капитальные вложения это затраты на:

- строительно-монтажные работы при возведении зданий и сооружений;
- приобретение, монтаж и наладку машин и оборудования;

- проектно-изыскательские работы;
- содержание дирекции строящегося предприятия;
- подготовку и переподготовку кадров;
- затраты по отводу земельных участков и переселению в связи со строительством и

т.д.

В статистическом учете и экономическом анализе реальные инвестиции называют еще и капиталобразующими. Капиталобразующие инвестиции включают следующие элементы.

1. Инвестиции в основной капитал.
2. Затраты на капитальный ремонт.
3. Инвестиции на приобретение земельных участков и объектов природопользования.
4. Инвестиции в нематериальные активы (патенты, лицензии, программные продукты, научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки и т.д.).
5. Инвестиции в пополнение запасов материальных оборотных средств.

В период плановой экономики наибольшее распространение получила классификация капитальных вложений по следующим признакам:

По признаку целевого назначения будущих объектов:

- на производственное строительство;
- на строительство культурно-бытовых учреждений;
- на строительство административных зданий;
- на изыскательские и геологоразведочные работы.

По формам воспроизводства основных фондов:

- на новое строительство;
- на расширение и реконструкцию действующих предприятий;
- на модернизацию оборудования;
- на капитальный ремонт.

По источникам финансирования:

- централизованные;
- децентрализованные.

По направлению использования:

- производственные;
- непроизводственные.

С переходом на рыночные отношения данные классификации не утратили своего научного и практического значения, но они стали недостаточными по следующим причинам:

Во-первых, инвестиции — это более широкое понятие, чем капитальные вложения. Данная классификация совершенно не учитывает финансовых инвестиций.

Во-вторых, с переходом на рыночные отношения значительно расширились способы и методы финансирования, как капитальных вложений, так и в целом инвестиций, а также сфера их приложения.

Именно капитальные вложения (инвестиции в основной капитал) являются базовыми для развития экономики, так как развитие производственной базы предприятий и организаций обеспечивает производство товаров и услуг, удовлетворяющих потребности населения, организаций и общества в целом. Поэтому одной из важнейших задач государственной инвестиционной политики является рост объемов инвестиций в основной капитал (таблица 1).

Таблица 1.

Инвестиции в основной капитал
(млрд. руб.)¹⁴

	1999	2000	2001	2002	2003
Инвестиции в основной капитал	670,4	1165,2	1504,7	1762,4	1774,9

В общем объеме инвестиций наибольшую долю занимают капиталобразующие инвестиции (капитальные вложения). Рассмотрим структуру капитальных вложений.

1. Технологическая структура капитальных вложений предполагает их соотношение на строительно-монтажные работы; на приобретение машин, оборудования и их монтаж, на проектно — изыскательские и другие затраты. Наиболее рациональной является такая технологическая структура, при которой затраты на оборудование занимают наибольший удельный вес, ведь именно оборудование (то есть активная часть основных производственных фондов предприятия) вносит наибольший вклад в процесс формирования прибыли от инвестирования. Динамика технологической структуры российских инвестиций в основной капитал свидетельствует о намечающихся прогрессивных тенденциях (таблица 2).

¹⁴ Россия в цифрах. 2004.: Крат. стат. сб. /Федеральная служба государственной статистики. — М., 2004. — С. 357.

Таблица 2.

Технологическая структура инвестиций в основной капитал
(в процентах к итогу)¹⁵

	1999	2000	2001	2002	2003
Инвестиции в основной капитал — всего	100	100	100	100	100
в том числе:					
— на строительно-монтажные работы	47	47	47	48	46
— на оборудование, инструмент, инвентарь	34	34	33	36	34
— на прочие капитальные работы и затраты	19	19	20	16	20

2. Воспроизводственная структура капитальных вложений показывает их распределение по формам воспроизводства основных производственных фондов, т.е. какая доля капитальных вложений направляется на: новое строительство, реконструкцию и техническое перевооружение действующего производства, расширение действующего производства, модернизацию. Совершенствование воспроизводственной структуры связано с повышением доли капитальных вложений в техническое перевооружение действующих предприятий, так как именно эти затраты обеспечивают ускоренное обновление устаревших и износившихся основных фондов предприятия.

3. Отраслевая структура формируется путем распределения капитальных вложений по отраслям промышленности капитальных вложений. Для развития экономики страны важно, чтобы основная доля инвестиций (капитальных вложений) приходилась на развитие ведущих отраслей, обеспечивающих техническое перевооружение отраслей народного хозяйства в целом.

4. Территориальная структура капитальных вложений предполагает их распределение по отдельным регионам страны, с повышением доли капитальных вложений в тех регионах, где выше норма прибыли на вложенный капитал, где достаточные и относительно дешевые сырьевые, энергетические, трудовые ресурсы.

Инвестиции в нематериальные активы представляют собой вложение средств в научные исследования, подготовку кадров, рекламу, приобретение лицензий на использование новых технологий, ноу-хау и др.

Нематериальные активы — принадлежащие предприятиям и организациям ценности, имеющие стоимостную, денежную оценку благодаря возможности использования и получения от них дохода. Они еще называются неосязаемые ценности. К ним относятся: лицензии; патенты; авторские права; проекты; объекты интеллектуальной собственности; товарные знаки и торговые марки; привилегии; технологические и технические новшества; права пользования земельными участками; программный продукт.

¹⁵

Там же, с. 360.

Лицензия в переводе с латинского означает право, разрешение, поэтому для целей инвестирования особое значение приобретают такие лицензии, как:

- 1) разрешение на осуществление экспортно–импортных операций, ввоз и вывоз товаров в ограниченных пределах, выдаваемое государственными органами в целях контроля экспорта, импорта, движения валюты;
- 2) предоставление организациям и лицам права использования защищенных патентами изобретений, технологий, технологической и коммерческой информации;
- 3) разрешение на осуществление разнообразных видов деятельности в определенных пределах, выдаваемое государственными органами применительно к тем видам, которые нуждаются в ограничении или в целях взимания платежей за выдаваемое разрешение.

Патент в переводе с латинского грамота, открытия. Наиболее часто ценность для инвестора представляют собой:

- 1) документы, свидетельства изобретателя, удостоверяющее его авторство, и исключительное право на использование изобретения. Если патентное право на использование этого объекта принадлежит определенному лицу, то другое лицо не вправе использовать запатентованный объект без разрешения автора патента;
- 2) документы, содержащие разрешение на занятие каким — либо ремеслом или промыслом при соблюдении зафиксированных условий и внесении платежа (патентного сбора).

Авторские права — это комплекс правовых норм, направленных на защиту результатов творческих произведений от копирования, исполнения или распространения без разрешения; особые законодательно определенные права авторов произведений науки, литературы, искусства на распоряжение и использование созданных ими творений. Согласно авторскому праву только автор может определять, кто и каким образом должен получать возможность использовать его произведение. Установленный законом срок возникновения авторского права не может вступить в силу в случае, если на публично распространяемых копиях отсутствует специальная надпись «copyright», вслед за которым указывается имя владельца и год первой публикации. Авторское право наследуется. В установленных законом случаях авторское право переходит к государству.

Проект — замысел, идея, образ, воплощенные в форму описания, обоснования, расчетов, чертежей, раскрывающих сущность замысла и возможность его практической реализации.

Интеллектуальная собственность — это собственность на результаты интеллектуальной деятельности, интеллектуальный продукт, входящий в совокупность

объектов авторского и изобретательского права. Интеллектуальная собственность относится к литературным, художественным, научным произведениям, исполнительской актерской деятельности, звукозаписи, радио и телевидению, изобретениям, открытиям, товарным знакам, фирменным наименованиям, новым промышленным образом изделий.

Товарный знак — зарегистрированное в установленном порядке обозначение, символика, позволяющие отличить товар данной фирмы от товаров других фирм. Наряду с товарным знаком используется торговая марка в виде фирменного знака — символа для обозначения не одного, а всех товаров данной фирмы. Обладатель товарного знака имеет исключительное право на его использование, охраняемое законом.

Финансовые инвестиции — вложения в акции, облигации, другие ценные бумаги, активы других предприятий, на депозитные счета в банке под определенные проценты, долговые права. При осуществлении портфельных инвестиций инвестор увеличивает свой финансовый капитал, получая дивиденды — доход на ценные бумаги.

Финансовые инвестиции являются сравнительно новым явлением для России, так как первое акционерное общество образовалось в 1989 году, что положило начало развитию рынка ценных бумаг.

В общем виде под финансовыми инвестициями понимается вложение средств в различные финансовые активы, наибольший удельный вес среди которых, занимают вложения в ценные бумаги; банковские депозиты, пай, долевое участие в делах других предприятий.

В экономической литературе понятие «финансовые инвестиции» часто отождествляют с понятием «портфельные инвестиции», которые можно определить как целенаправленно сформулированную совокупность вложений в ценные бумаги. В Гражданском Кодексе дано следующее определение ценной бумаги (глава 7): «Под ценной бумагой понимается документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществлением или передача которых возможны только при его предъявлении».

Существуют следующие виды ценных бумаг: государственная облигация, вексель, акция, чек, облигация, депозитный и сберегательный сертификаты, коносамент, банковская сберегательная книжка на предъявителя и другие.

Перечисленные ценные бумаги являются первичными, помимо их, на фондовом рынке могут обращаться производные ценные бумаги, удостоверяющие право, обязательство владельца на покупку или продажу ценных бумаг. К ним относят опционы, варранты, фьючерсы.

Рассмотрим несколько видов ценных бумаг. Наиболее распространенным видом ценных бумаг на территории РФ являются акции.

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. Отличительные особенности акций — их бессрочность, прямое участие владельца акций в инвестициях и право получения дохода на вложенный капитал, который находится в прямой зависимости от результатов хозяйствования.

Различают два основных типа акций:

Обыкновенная акция — долевая ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества (АО) в виде дивиденда и прироста курсовой стоимости при ее продаже. Эта акция закрепляет также право акционера на участие в управлении обществом.

Привилегированная акция — ценная бумага, обеспечивающая инвестору гарантированные дивиденды (устанавливаемые при выпуске акций) и преимущественные права получения части имущества при ликвидации общества (по сравнению с другими акционерами).

Вследствие сложившейся практики государственных заимствований в России облигации являются вторым по распространению видом ценных бумаг. Облигация — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный ею срок ее номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента от этой стоимости или имущественного эквивалента. Облигация может предусматривать иные имущественные права ее держателя, если это не противоречит законодательству РФ.

По облигациям инвестор может получать следующие виды дохода:

- ежеквартальные, ежегодные (или с иной периодичностью) выплаты процента;
- доход в виде дисконта, когда ценная бумага размещается по цене ниже номинальной, а погашается по номинальной стоимости (облигации с нулевым купоном).

И.А.Бланк считает, что все инвестиции классифицируются по следующим признакам: по объектам вложений; по характеру участия в инвестициях; по периоду инвестирования; по формам собственности инвестиционных ресурсов; по региональному признаку.

В зависимости от объектов вложений средств различают реальные и финансовые инвестиции.

Реальные инвестиции на предприятии включают в себя:

1. Инвестиции на развитие производства:

- на реконструкцию и техническое перевооружение;
- на расширение производства;
- на выпуск новой продукции;
- на модернизацию продукции и освоение новых ресурсов;
- на приобретение нематериальных активов;

2. Инвестиции на развитие непроизводственной сферы:

- на жилищное строительство;
- на сооружение спортивных и оздоровительных объектов;
- инвестиции в другие объекты непроизводственной сферы.

Портфельные инвестиции на предприятия включают в себя:

1. Инвестиции на приобретение ценных бумаг: на приобретение акций других коммерческих организаций, на приобретение облигаций, на приобретение других ценных бумаг.

2. Вложение в активы других предприятий:

- вложение в активы предприятий-производителей;
- вложение в активы финансово-кредитных учреждений;
- вложение в активы других коммерческих организаций.

В зависимости от направленности действия выделяют следующие виды инвестиций¹⁶:

— начальные инвестиции, осуществляемые для создания производственного процесса вновь;

- инвестиции, направленные на выживаемость предприятия в будущем;
- инвестиции для экономии текущих затрат;
- инвестиции, вкладываемые для сохранения позиций на рынке;
- инвестиции в повышение эффективности производства;
- инвестиции в расширение производства (экстенсивные);
- инвестиции в создание новых производств (инновационные);
- реинвестиции.

По характеру участия в инвестировании выделяют прямые и непрямые инвестиции.

Под *прямыми инвестициями* понимают непосредственное участие инвестора в выборе объектов инвестирования и вложения средств. Прямое инвестирование осуществляют в те инвесторы, которые имеют достаточно точную информацию об объекте инвестирования и хорошо знакомые с механизмом инвестирования.

¹⁶ Орлова О.Е. Инвестиции: Курс лекций. М.: ИКФ Омега-Л, 2003. С.8.

Под *непрямыми (косвенные) инвестициями* подразумевается инвестирование, опосредуемое другими лицами (инвестиционными или иными финансовыми посредниками).

По периоду инвестирования различают краткосрочные и долгосрочные инвестиции.

Под *краткосрочными инвестициями* понимают обычно вложения капитала на период, не более одного года, а под *долгосрочными инвестициями* — вложения средств на срок более одного года.

По формам собственности инвестора выделяют частные, государственные, иностранные и совместные инвестиции.

Частные инвестиции — это вложения средств, осуществляемые гражданами, а также предприятиями и организациями негосударственных форм собственности, прежде всего коллективной.

Государственные инвестиции — осуществляют центральные и местные органы власти и управления за счет средств бюджетов, внебюджетных фондов и заемных средств. В состав государственных инвестиций включаются инвестиции, осуществляемые предприятиями и организациями государственной формы собственности.

Иностранные инвестиции — это вложения, осуществляемые иностранными гражданами, юридическими лицами, государствами союзами государств и международными организациями.

Совместные инвестиции — это вложения, осуществляемые субъектами данной страны и субъектами иностранных государств.

По региональному признаку различают инвестиции внутри страны и за рубежом.

Под *инвестициями внутри страны* подразумеваются вложения средств в объекты инвестирования, размещенные в территориальных границах данной страны.

Под *инвестициями за рубежом* понимаются средства, вложенные в объекты инвестирования, размещенные за пределами территориальных границ данной страны.

В зависимости от видов источников финансирования инвестиций выделяют:

- собственные (амортизационный фонд, прибыль, финансовые резервы);
- заемные (кредиты, облигационные займы);
- привлеченные (посредством эмиссии акций).

Таким образом, инвестиции как экономическая категория выполняют ряд важнейших функций, без которых невозможно нормальное развитие экономики любого государства

1.3. Понятие инвестиционной деятельности

Инвестиционная деятельность также имеет несколько трактовок близких, а иногда и схожих по содержанию, и отражающих процесс вложения капитала и осуществление практических действий по достижению полезного эффекта.

Инвестиционная деятельность — это вложение инвестиций, или инвестирование, заключающееся в осуществлении практических действий в целях получения прибыли или достижения иного полезного эффекта¹⁷.

Л.Л. Игонина определяет инвестиционную деятельность в широком и узком смысле. По широкому определению инвестиционная деятельность — это деятельность, связанная с вложением средств в объекты инвестирования с целью получения дохода (эффекта). По узкому определению инвестиционная деятельность, или иначе собственно инвестиционная деятельность (инвестирование), представляет собой процесс преобразования инвестиционных ресурсов во вложения¹⁸. И далее. Инвестиционная деятельность — это единство процессов вложения ресурсов и получения доходов в будущем.

В соответствии с Федеральным законом РФ от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений», инвестиционная деятельность представляет собой вложение инвестиций и осуществление практических действий в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта¹⁹.

В соответствии со статьей 4 Федерального Закона Российской Федерации «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25.02.99г., субъектами инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, являются инвесторы, заказчики, подрядчики, пользователи объектов капитальных вложений и другие лица.

Инвестором могут быть физические и юридические лица, создаваемые на основе договора о совместной деятельности и не имеющие статуса юридического лица объединения юридических лиц, государственные органы, органы местного самоуправления, а также иностранные субъекты предпринимательской деятельности (иностранные инвесторы). Инвесторы осуществляют инвестирование с использованием собственных и (или) привлеченных средств.

¹⁷ Жданов В.П. Организация и финансирование инвестиций. — Калининград: «Янтарный сказ», 2000. С.

^{16.}
¹⁸ Игонина Л.Л. Инвестиции: Учеб. пособие / Под ред. д-ра экон. наук, проф. В.А. Слепова. — М.: Юрист, 2002. С. 25.

¹⁹ Федеральный закон от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений».

Согласно Гражданскому кодексу РФ к юридическим лицам относятся:

- хозяйственные товарищества и общества;
- акционерные общества;
- производственные кооперативы;
- государственные и муниципальные унитарные предприятия;
- некоммерческие организации.

Зависимость между формой собственности и методами управления юридического лица закреплена на законодательном уровне, главным образом в Гражданском кодексе РФ.

Организация инвестиционных процессов и условия их финансирования в значительной степени зависят от организационно-правовой формы инвестора, который является юридическим лицом. Это обусловлено тем, что форма собственности определяет как конечные цели владельца собственности, так и характер деятельности, направленной на ее достижение. Поэтому мы и рассматривали классификацию инвестиций по формам собственности.

Инвесторы осуществляют капитальные вложения на территории Российской Федерации с использованием собственных и (или) привлеченных средств в соответствии с законодательством Российской Федерации. Инвесторами могут быть физические и юридические лица, создаваемые на основе договора о совместной деятельности и не имеющие статуса юридического лица объединения юридических лиц, государственные органы, органы местного самоуправления, а также иностранные субъекты предпринимательской деятельности.

Среди инвесторов — юридических лиц выделяются:

— предприятия и организации как самостоятельные инвесторы;

— институциональные инвесторы, к числу которых относятся, финансово-кредитные учреждения, различные финансовые и инвестиционные фонды, общественные организации. Принципиальное их отличие в том, что капитал, который они инвестируют, предварительно аккумулирован у других инвесторов (физических и юридических лиц).

Заказчики — уполномоченные на то инвесторами физические и юридические лица, которые осуществляют реализацию инвестиционных проектов. При этом они не вмешиваются в предпринимательскую и (или) иную деятельность субъектов инвестиционной деятельности, если иное не предусмотрено договором между ними. Заказчикам могут быть и инвесторы.

Заказчик, не являющийся инвестором, наделяется правами владения, пользования и распоряжения капитальными вложениями на период и в пределах полномочий, которые установлены договором и (или) государственным контрактом в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Подрядчики — физические и юридические лица, которые выполняют работы по договору подряда и (или) государственному контракту, заключаемым с заказчиками в соответствии с Гражданским кодексом РФ. Подрядчики обязаны иметь лицензию на осуществление ими тех видов деятельности, которые подлежат лицензированию в соответствии с федеральным законом.

Пользователь объектов капитальных вложений — физические и юридические лица, в том числе иностранные, а также государственные органы, органы местного самоуправления, иностранные государства, международные объединения и организации, для которых создаются указанные объекты. Пользователями объектов капитальных вложений могут быть инвесторы.

Субъект инвестиционной деятельности вправе совмещать функции двух и более субъектов, если иное не установлено договором и (или) государственным контрактом, заключаемыми между ними.

Инвесторы имеют равные права на:

- осуществление инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений, за изъятиями, устанавливаемыми федеральными законами;
- самостоятельное определение объемов и направлений капитальных вложений, а также заключение договоров с другими субъектами инвестиционной деятельности в соответствии с Гражданским кодексом РФ;
- владение, пользование и распоряжение объектами капитальных вложений и результатами осуществленных капитальных вложений;
- передачу по договору и (или) государственному контракту своих прав на осуществление капитальных вложений и на их результаты физическим и юридическим лицам, государственным органам и органам местного самоуправления в соответствии с законодательством РФ;
- осуществление контроля за целевым использованием средств, направляемых на капитальные вложения;
- объединение собственных и привлеченных средств со средствами других инвесторов в целях совместного осуществления капитальных вложений на основании договора и в соответствии с законодательством РФ;

- осуществление других прав, предусмотренных договором и (или) государственным контрактом в соответствии с законодательством РФ.

Особую роль в инвестиционной деятельности играют пользователи инвестиционных объектов, так как именно они посредством формирования спроса на те или иные объекты инвестиций, стимулируют инвестиционную активность и дают возможность инвесторам получить желаемый доход на вложенный капитал. Поэтому платежеспособность пользователей объектов инвестиционной деятельности определяет ее интенсивность, масштабы и направления.

Субъекты инвестиционной деятельности обязаны:

- осуществлять инвестиционную деятельность в соответствии с международными договорами РФ, федеральными законами и иными нормативными правовыми актами РФ, законами субъектов РФ и иными нормативными правовыми актами субъектов РФ, а также с утвержденными в установленном порядке стандартами (нормами и правилами);

- исполнять требования, предъявляемые государственными органами и их должностными лицами, не противоречащие нормам законодательства РФ;

- использовать средства, направляемые на капитальные вложения, по целевому назначению.

Отношения между субъектами инвестиционной деятельности осуществляются на основе договора и (или) государственного контракта, заключаемых между ними в соответствии с Гражданским кодексом РФ.

1.4. Государственное регулирование инвестиционной деятельности в России

Основы государственного регулирования инвестиционной деятельности в России заложены в Федеральном законе от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений».

Государственное регулирование инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, предусматривает:

1. Создание благоприятных условий для развития инвестиционной деятельности в стране.

2. Прямое участие государства в инвестиционной деятельности.

Основными государственными методами формирования благоприятных условий для развития инвестиционной деятельности в России являются:

- совершенствование системы налогообложения, механизма начисления и использования амортизационных отчислений;
- установление субъектам инвестиционной деятельности специальных налоговых режимов;
- защита интересов инвесторов;
- предоставление субъектам инвестиционной деятельности льготных условий пользования землей и другими природными ресурсами;
- расширение использования средств населения и иных внебюджетных источников финансирования жилищного строительства и строительства объектов социально-культурного назначения, а в настоящее время развитие ипотечного жилищного кредитования;
- создание и развитие сети информационно-аналитических центров, осуществляющих регулярное проведение рейтингов и публикацию рейтинговых оценок субъектов инвестиционной деятельности;
- проведение антимонопольной политики;
- развитие финансового лизинга, 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 и др.

Прямое участие государства в инвестиционной деятельности состоит в следующем.

1. Российская Федерация совместно с иностранными государствами осуществляет разработку, утверждение и финансирование инвестиционных проектов.
2. За счет средств федерального бюджета и средств бюджетов субъектов Российской Федерации финансируются приоритетные инвестиционные проекты.
3. Ежегодно Правительство Российской Федерации формирует и утверждает перечень строек и объектов технического перевооружения для федеральных государственных нужд, финансируемых за счет средств федерального бюджета.
4. 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.
5. Размещение на конкурсной основе средств федерального бюджета (Бюджета развития РФ) и средств бюджетов субъектов РФ для финансирования инвестиционных проектов. Размещение осуществляется либо на возвратной, платной и срочной основе, либо

на условиях закрепления в государственной собственности соответствующей части акций создаваемого акционерного общества.

6. Проведение экспертизы инвестиционных проектов.

7. Защита российских организаций от поставок некачественных и устаревших техники, технологии и т.п.

8. Выпуск облигационных займов для финансирования инвестиционных проектов и др.

Государство предоставляет субъектам инвестиционной деятельности независимо от форм собственности существенные гарантии:

- обеспечение равных прав при осуществлении инвестиционной деятельности;
- гласность при обсуждении инвестиционных проектов;
- право обжаловать в суд решения и действия (бездействия) органов государственной власти, органов местного самоуправления и их должностных лиц;
- защиту капитальных вложений.

Кроме того, одной из важнейших государственных гарантий для инвестора является стабильность условий и режима реализации инвестиционного проекта. Суть ее в том, что происходящие изменения в законодательных и нормативных актах, связанных с изменением размеров таможенных пошлин, федеральных налогов и взносов в государственные внебюджетные фонды, увеличивающих совокупную налоговую нагрузку на деятельность инвестора, не применяются в отношении инвестора, осуществляющего приоритетный инвестиционный проект в течение периода его окупаемости, но не более семи лет со дня начала финансирования проекта²⁰.

На региональном уровне регулирование инвестиционной деятельности осуществляется органами местного самоуправления посредством:

- создания благоприятных условий для развития инвестиционной деятельности (установление льгот по уплате местных налогов, защита интересов инвесторов и т.п.);
- прямого участия в инвестиционной деятельности.

Немаловажную роль в инвестиционной политике государства играют иностранные инвестиции. Правовые и экономические основы осуществления иностранных инвестиций на территории России закреплены в Федеральном законе от 9 июля 1999 г. № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации».

Настоящий закон устанавливает государственные гарантии защиты иностранных инвестиций, а также регламентирует деятельность предприятий с иностранными инвестициями. В целях привлечения иностранного капитала, зарубежных технологий,

²⁰ В исключительных случаях при реализации инвестором приоритетного инвестиционного проекта в сфере производства или создания транспортной либо иной инфраструктуры по решению Правительства РФ период стабильности условий и режима инвестиционной деятельности может быть продлен более семи лет.

управленческого опыта на территории РФ созданы свободные экономические зоны, в которых устанавливается льготный режим хозяйственной деятельности.

Правовое положение иностранных инвесторов определяется в соответствии с законодательными актами РФ и международными договорами. Если международным договором, действующим на территории РФ, установлены иные правила, чем те, которые содержатся в законодательных актах РФ, то применяются правила международного договора.

Иностранные инвестиции на территории РФ пользуются полной и безусловной правовой защитой, которая обеспечивается законодательными актами. Правовой режим иностранных инвестиций, а также деятельности иностранных инвесторов по их осуществлению не может быть менее благоприятным, чем режим для имущества, имущественных прав и инвестиционной деятельности юридических лиц и граждан РФ, кроме отдельных случаев, предусмотренных законом.

Иностранные инвестиции в РФ не подлежат национализации и не могут быть подвергнуты конфискации, кроме как в исключительных случаях, предусмотренных законом, когда эти меры принимаются в общественных интересах. В случаях национализации иностранному инвестору выплачивается быстрая, адекватная и эффективная компенсация. Иностранные инвесторы имеют право на возмещение убытков, включая упущенную выгоду, причиненных им в результате выполнения противоречащих действующему на территории РФ законодательству указаний государственных органов РФ, либо их должностных лиц, а также вследствие ненадлежащего осуществления такими органами или их должностными лицами предусмотренных законом обязанностей по отношению к иностранному инвестору или предприятию с иностранными инвестициями.

Компенсация, выплачиваемая иностранному инвестору, соответствует реальной стоимости национализируемых или реквизируемых инвестиций непосредственно до момента, когда официально стало известно о фактическом осуществлении предстоящей национализации. Компенсация выплачивается в той валюте, в которой первоначально были осуществлены инвестиции, или в другой иностранной валюте, приемлемой для иностранного инвестора. До момента выплаты на сумму компенсации начисляются проценты в размере ставки рефинансирования ЦБ РФ. Возмещение убытков, причиненных иностранному инвестору, осуществляется органом, допустившим такие действия.

Иностранным инвесторам после уплаты соответствующих налогов и сборов гарантируется беспрепятственный перевод за границу платежей в связи с осуществляемыми ими инвестициями, если эти платежи получены в иностранной валюте, и в частности:

- доходов от инвестиций, полученных, в том числе, в виде прибыли, доли прибыли, дивидендов, процентов, лицензионных и комиссионных вознаграждений, платежей за техническую помощь и техническое обслуживание и других вознаграждений;
- сумм, выплачиваемых на основании прав денежных требований и требований по исполнению договорных обязательств, имеющих экономическую ценность;
- сумм, полученных инвесторами в связи с частичной или полной ликвидацией или продажей инвестиций;
- компенсаций, предусмотренных действующим в РФ законодательством.

Методы государственного регулирования динамичны. Они изменяются в ответ на приоритеты государственной политики и требования инвестиционного рынка.

Глава 2. Основы инвестиционного проектирования

2.1. Сущность и виды инвестиционных проектов

Инвестиционным проектом называется комплексный план мероприятий, направленных на создание нового или модернизацию действующего производства товаров и (или) услуг с целью достижения стратегических целей фирмы, получения экономического и (или) другого положительного эффекта.

Под инвестиционным проектом в узком смысле понимается комплект документов, содержащий обоснованную цель предстоящей деятельности и определенные мероприятия, направленные на ее достижение.

Поэтому «инвестиционный проект» можно трактовать как:

- деятельность, мероприятие, предполагающее осуществление комплекса каких-либо действий, обеспечивающих достижение определенных целей (получение определенных результатов);
- система, включающая в себя определенный набор организационно-правовых и расчетно-финансовых документов, необходимых для осуществления каких-либо действий или описывающих такие действия.

В целом, как указано в Федеральном Законе «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений», инвестиционный проект — это обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления капитальных вложений. При этом необходима проектно-сметная документация, разработанная в соответствии с законодательством Российской Федерации и

утвержденными в установленном порядке стандартами (нормами и правилами), а также описание практических действий по осуществлению инвестиций (бизнес-план).

Инвестиционные проекты различаются по:

- масштабам проекта;
- направленности проекта (коммерческая, общественная, связанная с государственными интересами и т.д.);
- характеру и степени участия государства;
- характеру и содержанию инвестиционного цикла;
- эффективности использования вложенных средств.

По количеству участников и степени влияния на окружающий мир инвестиционные проекты подразделяются на несколько видов.

1. Малые проекты, которые, как правило, не требуют особой разработанности технико-экономического обоснования и связанных с ним вопросов. Вместе с тем, допущенные при формировании проектов ошибки могут серьезным образом сказаться на их эффективности.

Малые проекты представляют собой планы расширения производства и увеличения ассортимента выпускаемой продукции. Их отличают сравнительно небольшие сроки реализации. К малым проектам можно отнести также создание объектов социально-культурной сферы.

2. Средние проекты — это чаще всего проекты реконструкции и технического перевооружения существующего производства продукции. Они реализуются поэтапно, по отдельным производствам, в строгом соответствии с заранее разработанными графиками поступления всех видов ресурсов, включая финансовые.

3. Крупные проекты — это, как правило, объекты крупных предприятий, в основе которых лежит прогрессивно новая идея промышленного производства продукции, необходимой для удовлетворения спроса на внутреннем и внешнем рынках.

4. Мегапроекты — в основном это целевые инвестиционные программы, содержащие множество взаимосвязанных конечным продуктом проектов. Такие программы могут быть международными, государственными, региональными.

Масштабы проекта определяют уровень обоснованности и расходы на его реализацию. Поэтому под масштабом проекта понимают степень влияния результатов его реализации на все стороны жизнедеятельности общества, на функционирование рынков и ценовую политику.

Проекты, реализация которых существенно влияет на экономическую, социальную или экологическую ситуацию на Земле, рассматривают как глобальные проекты. Заказчиком таких проектов могут быть правительства заинтересованных стран.

Проекты, реализация которых существенно влияет на экономическую, социальную или экологическую ситуацию в других странах, рассматривают как крупномасштабные проекты. Например, создание в Ленинградской области морских грузовых портов. Заказчиком таких проектов могут быть государство, промышленно-финансовые группы, акционерные общества, банки и др.

Проекты, реализация которых влияет на экономическую, социальную и экологическую ситуацию в определенном регионе, городе (отрасли) и не оказывают существенного влияния на ситуацию в других регионах, городах (отраслях), рассматривают как проекты регионального, городского (отраслевого) масштаба. Заказчиком этой группы проектов могут быть местные органы самоуправления, АО и т.п.

По основным сферам деятельности инвестиционные проекты разделяются на: социальные; экономические; организационные; технические и смешанные.

По длительности инвестиционные проекты разделяются на:

- краткосрочные (до 3-лет);
- среднесрочные (от 3 до 5 лет);
- долгосрочные (свыше 5 лет).

Для России целесообразно деление проектов на краткосрочные (до 1 года) и долгосрочные (свыше 1 года). Такое деление связано с высокими инвестиционными рисками в стране.

По сложности инвестиционные проекты выделяются: простые; сложные; очень сложные.

Существуют и другие признаки, по которым классифицируются инвестиционные проекты. Так, два анализируемых проекта называются независимыми проектами, если решение об инвестировании одного из них не влияет на решение о финансировании другого.

Если два или более рассматриваемых проектов не могут быть реализованы одновременно, то такие проекты называют альтернативными, или взаимоисключающими проектами. Обычно к таким проектам относится строительство крупных предприятий, которые включают отдельные производства, объединенные технологией и организацией выпуска продукции, а также транспортными коммуникациями и системами энергоснабжения.

Инвестиционные проекты, которые могут быть приняты или отвергнуты только одновременно, называются взаимодополняющими. Например, проекты создания новых технологий и подготовки высококвалифицированных специалистов для их практического применения могут рассматриваться как взаимодополняющие.

Инвестиционные проекты называются взаимовлияющими, если при их совместной реализации возникают дополнительные эффекты, не проявляющиеся при реализации каждого из проектов в отдельности. К взаимовлияющим относятся, например, проекты строительства дачных коттеджей и объектов инфраструктуры.

Однако большинство инвестиционных проектов относятся к конфликтующим проектам, т.е. к проектам, в которых предполагаются разные пути достижения одной и той же цели. Конфликтующими также могут быть проекты с разным целевым назначением, но требующие на их реализацию примерно одинаковых инвестиций. Поэтому инвестор всегда выбирает из анализируемых вариантов такой проект, который при бюджетных ограничениях принесет ей наибольшую выгоду.

Инвестиционные проекты производственного назначения могут быть выделены в группы в зависимости от минимальной пороговой нормы прибыли. Минимальная норма прибыли может быть уточнена в зависимости от уровня доходности ценных бумаг, ставки кредитования и т.п. При этом, с увеличением инвестиционного риска, возрастает пороговое значение нормы прибыли, а также усложняется выбор схемы финансирования. Кроме того, приемлемая норма доходности проекта определяется индивидуально самим инвестором и зависит от того уровня риска, на который готов пойти инвестор ради достижения конкретного уровня дохода.

2.2. Этапы разработки и реализации инвестиционного проекта

Зарождение любого проекта начинается с зарождения идеи об инвестировании, которая может возникнуть спонтанно или явиться результатом проводимых фундаментальных или прикладных исследований. При этом сама идея об инвестировании может опережать уровень сложившихся знаний, поэтому инвестиционные проекты могут носить инновационный характер. При поиске идей проекта огромное значение имеют профессиональные и творческие способности разработчика проекта.

Несмотря на многообразие возможных идей, каждый инвестор, оценивает свои финансовые возможности, уровень конкуренции, отдачу на вложенный капитал, риск и другие факторы реализации проекта в будущем.

Любой инвестиционный проект проходит три этапа разработки и реализации: прединвестиционную, инвестиционную и эксплуатационную, составляющие в своей совокупности его жизненный цикл.

Первый прединвестиционный этап включает в себя следующие мероприятия:

- проверку первоначального замысла проекта;
- составление задания на разработку и обоснование проекта;
- разработку бизнес-плана;
- выбор местоположения объекта;
- выделение инвестиций на проектирование;
- проведение тендеров на проектирование;
- выбор проектной организации и заключение с ней договора;
- разработку технико-экономического обоснования проекта;
- разработку проектно-сметной документации;
- утверждение проектно-сметной документации;
- отвод земли под строительство;
- получение разрешения на строительство;
- проведение тендеров на строительство;
- разработку рабочей документации;
- заключение подрядного договора.

Степень прединвестиционных исследований может варьироваться в зависимости от требований инвестора, возможности финансирования со времени, отведенного на их проведение. Принято выделять три уровня прединвестиционных исследований: исследования возможностей; подготовительные, или предпроектные исследования; оценка осуществимости или технико-экономические исследования. Обобщающим документом прединвестиционных исследований является бизнес-план инвестиционного проекта.

Стоимость проведения прединвестиционной стадии исследований в общей сумме капитальных вложений довольно велика. По данным ЮНИДО, она составляет от 0,8% для крупных проектов и до 5% для небольших.

Инвестиционный этап реализации проекта состоит из следующих мероприятий: строительство объектов, входящих в проект; монтажа оборудования; пусконаладочных работ; производства опытных образцов; выхода на проектную мощность. В течение инвестиционного этапа осуществления проекта формируются активы предприятий,

заключаются контракты на поставку сырья, комплектующих, производится набор рабочих и служащих, формируется портфель заказов.

Эксплуатационный этап проекта существенно влияет на эффективность вложенных средств в проект. Чем дальше будет отнесена во времени ее верхняя граница, тем больше будет совокупный доход. В течение этой фазы осуществляется текущий мониторинг экономических показателей проекта, для того, чтобы инвестор мог оценивать результативность проекта со своими ожиданиями.

2.3. Содержание прединвестиционных исследований

Осуществлению инвестиционных проектов предшествуют исследования, целью которых является оценка целесообразности инвестирования, которые проводятся на прединвестиционном этапе жизненного цикла проекта. Прединвестиционные исследования проекта можно распределить по нескольким стадиям.

1. Экспересс-оценка инвестиционных возможностей проекта по общим данным инвестиционного проекта, в целях предварительного выявления реальности его осуществления и рентабельности.

Такое исследование основывается главным образом на обобщенных оценках. Так, данные по затратам обычно берут из проектов-аналогов, учитывая при этом специфические особенности условий реализации проекта. Сюда можно отнести: анализ данных о районе реализации проекта: его географическом и экономическом положении, характере занятости и доходах на душу населения, об освоенных и потенциальных факторах производства.

Исследования возможностей конкретных проектов заключаются в анализе спроса на конкретную продукцию на внутреннем и внешнем рынках; сырьевых ресурсов; сроков осуществления проекта, инвестиционных и производственных издержках; источников финансирования; доходности проекта.

2. Предварительные технико-экономические исследования проекта — оценка замысла и изучение дополнительных данных.

3. Технико-экономическое обоснование проекта — обоснование его осуществимости и эффективности на основании всех доступных данных и факторов.

4. Заключение по оценке проекта принятие решения об инвестировании.

На практике такой порядок прединвестиционных исследований не всегда соблюдается, — решение об инвестировании может быть принято не только после окончания работ по очередной стадии, но и в процессе работы над любой из них.

Однако решение об инвестировании проектов принимают после технико-экономического обоснования, которое представляет собой длительный и дорогостоящий процесс. По результатам предварительного технико-экономического исследования делаются выводы о том, что:

- инвестирование является действительно перспективным;
- существующей информации достаточно, чтобы считать проект жизнеспособным;
- целесообразность и жизнеспособность проекта оправдывает необходимость проведения детального анализа и разработки технико-экономического обоснования.

Технико-экономическое обоснование проекта служит основой принятия решения об инвестировании этого проекта.

Технико-экономические исследования включают анализ:

- 1) общих условий осуществления проекта и его исходных данных;
- 2) рынка сбыта продукции и рациональной мощности предприятия;
- 3) факторов производства (приблизительные потребности в сырье, материалах, энергии и условиях их обеспечения);
- 4) места размещения строительной площадки, стоимости земельного участка и влияния создаваемого производства на окружающую среду;
- 5) проектно-строительной и конструкторской документации, основных параметров проекта, технологии и оборудования, состава объектов промышленно-гражданского строительства;
- 6) организации управления предприятием;
- 7) накладных расходов;
- 8) потребности в кадрах и затрат на трудовые ресурсы;
- 9) программы осуществления проекта, включая сметные расходы, сроки и графики строительства.

В технико-экономическом исследовании рассчитывают общие инвестиционные издержки, определяют предполагаемую структуру капитала, источники финансирования и проценты на кредит, а также исчисляют производственные издержки. На основе этих данных определяют период окупаемости затрат, оценивают коммерческую прибыльность и экономическую эффективность проекта.

После анализа в технико-экономическом обосновании различных альтернатив составляют окончательные заключения, которые обобщаются в бизнес-плане, охватывающем все важнейшие аспекты исследования.

Итоговое заключение по оценке проекта должно содержать: основные выводы, основные недостатки проекта, оценку вероятности его осуществления и эффективности.

Работу по проведению технико-экономического исследования целесообразно поручать группе экспертов, в состав которой должны входить специалисты в конкретной области инвестирования.

Обычно прединвестиционные исследования охватывают период от месяца до одного или двух лет. Строгих норм, устанавливающих стоимость прединвестиционных исследований, не существует. В целом затраты на проведение прединвестиционных исследований в процентах от общей стоимости проекта примерно составляют:

- исследование возможностей — 0,2-1,0%;
- предварительное технико-экономическое исследование — 0,25-1,5%;
- технико-экономическое исследование — от 1,3-3,0% для мелких предприятий и до 0,2-1,0% для крупных предприятий, использующих сложную технологию.

Точность данных прединвестиционных исследований по смете затрат на реализацию проекта и производственные издержки увеличивается по мере перехода исследований проекта от одной стадии к другой.

Примерная степень точности составляет:

- для исследования возможностей — 30%;
- для предварительного технико-экономического исследования — 20%;
- для технико-экономических исследований — 10%.

Таким образом, структура и объем прединвестиционных исследований дает возможность принять решение о целесообразности, жизнеспособности, эффективности и объемах финансирования инвестиционного проекта.

2.4. Бизнес-план инвестиционного проекта

Бизнес-план, служит для обоснования необходимости инвестиций. Бизнес-план — это четко структурированный, требующий тщательной проработки документ, описывающий цели предприятия и способы их достижения. Особенность бизнес-плана состоит не столько в точности и достоверности количественных показателей, сколько в содержательном, качественном обосновании идей проекта.

Подготовка бизнес-плана позволяет предприятию оценить эффективность инвестиционного проекта в условиях конкуренции, определить перспективы развития производства и сбыта продукции.

Бизнес-план является инструментом привлечения финансовых ресурсов, а для инвесторов — гарантией надежного и выгодного вложения капитала. Потенциальные инвесторы не станут встречаться с разработчиком инвестиционного проекта до тех пор, пока не ознакомятся с бизнес-планом организации, претендующей на финансовую поддержку. Тщательное обоснование бизнес-плана создает у владельцев капитала уверенность в эффективности и безопасности вложений.

Состав бизнес-плана и степень его детализации зависят от масштабов и отраслевой принадлежности проекта. Разработке бизнес-плана должны предшествовать определение и обоснование целей проекта, сбор и обработка достоверной информации по большому кругу вопросов. Объем этой информации по мере осуществления проекта постоянно увеличивается, поэтому рекомендуется готовить два варианта одного бизнес-плана. Первый — это внутренний бизнес-план как руководство к действию; второй — внешний бизнес-план, предназначенный для потенциальных партнеров.

Первый вариант должен представлять собой официальный документ, подробно (на 300 стр.) или вкратце (не более 50 стр.) излагающий все аспекты настоящего и будущего состояния проекта, т.е. идеи и способы их реализации, потребность в финансовых ресурсах.

Внутренний бизнес-план, призванный служить внутрифирменным рабочим документом, должен сосредоточить в себе весь объем информации, необходимой для решения конкретных задач и прогнозирования развития событий при выполнении отдельных мероприятий, а также мониторинга.

Составление бизнес-плана целесообразно поручить специалистам, профессиональным консультантам, специализированным организациям.

Наиболее распространенной является следующая *структура бизнес-плана*:

1. Краткое содержание

В этом разделе должна содержаться информация о наименовании и адресе предприятия-инвестора, об учредителях предприятия, о сути и цели проекта, о предполагаемой стоимости проекта, о потребности в инвестициях, о сроках окупаемости вложений, об уровне конфиденциальности материалов проекта.

2. Анализ положения дел в отрасли

В этом разделе бизнес-плана инвестиционного проекта должна содержаться информация о текущей ситуации в отрасли и тенденции ее развития, о направлениях и задачах деятельности предприятия, о ближайших перспективах развития предприятия, а также описание ведущих компаний отрасли.

3. Существо предлагаемого проекта

Содержание третьего раздела бизнес-плана включает в себя описание продукции (услуг, работ), которую предполагается выпускать в результате реализации проекта; применяемой для этого технологии, необходимые лицензии и патенты.

4. Исследование и анализ рынка

В четвертом разделе дается характеристика потенциальным потребителям продукции, производимой по проекту, оценивается емкость рынка и тенденции его развития, рассчитывается оценочная стоимость предприятия на рынке.

5. План маркетинга

В этом разделе бизнес-плана инвестиционного проекта должна содержаться информация о цене на будущую продукцию, о ценовой политике предприятия в будущем, о возможных каналах сбыта продукции, о видах, способах и масштабах рекламы, о прогнозе объемов продаж новой продукции в будущем.

6. Производственный план

В данном разделе описываются: производственный процесс, необходимые производственные помещения, необходимое оборудование (степень его наукоемкости и прогрессивности), источники поставки сырья, материалов, оборудования и рабочих кадров, субподрядчики.

7. Организационный план и управление персоналом

В седьмом разделе дается характеристика форме собственности предприятия, основным его партнерам и владельцам, руководящему составу предприятия, его организационной структуре.

8. Степень риска

Степень риска оценивается путем рассмотрения слабых сторон предприятия, вероятность появления новых технологий (в том числе и в арсенале конкурентов), возможных альтернативных стратегий. Оценка видов и степени риска реализации проекта необходима для достижения намеченной цели. Поэтому в рамках данного раздела освещаются мероприятия, которые необходимо проводить при возникновении того или иного вида риска.

9. Финансовый план

В данном разделе проводится оценка финансовой состоятельности проекта и финансовый анализ предприятия, реализующего проект, с целью оценить доходность риск и величину будущих вложений, то есть эффективность инвестиционного проекта. Оценка и анализ производится на основе трех прогнозных финансовых документов: прогнозный отчет о прибылях и убытках, прогнозный отчет о движении денежных средств (план денежных потоков) и прогнозный баланс.

10. Приложения

Здесь концентрируются все необходимые, подтверждающие правильность и достоверность бизнес-плана копии контрактов, лицензий и других документов, а также громоздкие расчеты, графики, таблицы.

Характерной особенностью бизнес-планов является краткость изложения, которая достигается за счет четкого структурирования разделов, отражающих разные аспекты достижения поставленных целей.

Бизнес-план составляется для того, чтобы инвестор, сверяясь с включенными в него показателями, мог судить о том, все ли идет, как намечено, и в случае необходимости принимать меры по исправлению положения.

Важно знать, что даже самый лучший бизнес-план может потерять актуальность и целесообразность, если изменятся условия его реализации, и инвестор своевременно не внесет соответствующие коррективы. К внешним факторам реализации бизнес-плана относятся: экономическая ситуация в стране; новые требования потребителей; появление новых технологий; изменение политики конкурентов и др.

Глава 3. Оценка эффективности инвестиционных проектов

3.1. Понятие и показатели эффективности инвестиционного проекта

Эффективность инвестиционного проекта — категория, отражающая соответствие проекта целям и интересам его участников.

В соответствии с «Методическими рекомендациями по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования» необходимо оценивать следующие виды эффективности: эффективность проекта в целом и эффективность участия в проекте.

Эффективность проекта в целом оценивается с целью определения потенциальной привлекательности проекта для возможных участников и поисков источников финансирования. Она включает в себя:

- общественную (социально-экономическую) эффективность проекта;
- коммерческую (финансовую) эффективность проекта.

Показатели общественной эффективности учитывают социально-экономические последствия инвестиционного проекта для общества в целом, либо для региона.

Показатели коммерческой эффективности проекта учитывают финансовые последствия его осуществления для участника, реализующего инвестиционный проект, через соотношение затрат и результатов по проекту для инвестора.

Показатели эффективности проекта в целом характеризуют с экономической точки зрения технические, технологические и организационные проектные решения.

Эффективность участия в проекте определяется с целью проверки реализуемости инвестиционного проекта и заинтересованности в нем всех его участников.

Эффективность участия в проекте включает:

- эффективность участия предприятий в проекте (эффективность инвестиционного проекта для предприятий — участников);
- эффективность инвестирования в акции предприятия (эффективность для акционерных предприятий — участников инвестиционного проекта);
- эффективность участия в проекте структур более высокого уровня по отношению к предприятиям — участникам инвестиционного проекта, в том числе:
 - а) региональную и народнохозяйственную эффективность — для отдельных регионов и народного хозяйства;
 - б) отраслевую эффективность — для отдельных отраслей народного хозяйства, финансово-промышленных групп, объединений предприятий и холдинговых структур;
 - в) бюджетную эффективность инвестиционного проекта (эффективность участия государства в проекте с точки зрения расходов и доходов бюджетов всех уровней).

Основными принципами оценки эффективности инвестиционных проектов независимо от их типов и особенностей являются:

1. Рассмотрение и анализ проекта на протяжении всего его жизненного цикла, то есть от проведения прединвестиционных исследований до прекращения проекта.
2. Моделирование денежных потоков, включающих все связанные с осуществлением проекта притоки и оттоки денежных средств за расчетный период (с учетом различных валют).
3. Обеспечение сопоставимости условий сравнения различных проектов (вариантов проекта) для наиболее качественного выбора альтернативных решений об инвестировании.
4. Принцип положительности и максимума эффекта. Для инвестора, эффективным будет такой инвестиционный проект, при котором эффект от его реализации положителен, поэтому при сравнении альтернативных инвестиционных проектов предпочтение будет отдаваться проекту с наибольшим значением эффекта.

5. Учет фактора времени, то есть динамичности (изменение во времени) параметров проекта и его экономического окружения; возможных разрывов во времени между затратами и результатами; неравноценности разновременных затрат, а также предпочтительности более ранних результатов и более поздних затрат и др.

6. Учет предстоящих затрат и поступлений. При этом ранее созданные ресурсы, используемые в проекте, оцениваются не затратами на их создание, а альтернативной стоимостью, отражающей максимальное значение упущенной выгоды, связанной с их наилучшим возможным альтернативным использованием.

7. Проведение сравнения эффективности «с проектом» и «без проекта».

8. Учет всех наиболее существенных последствий проекта.

9. Учет наличия разных участников проекта, несовпадения их интересов.

10. Соблюдение многоэтапности оценки инвестиционного проекта на различных стадиях его разработки и реализации.

11. Учет влияния на эффективность инвестиционного проекта потребности в оборотном капитале (ее росте), необходимом для функционирования создаваемых в ходе реализации проекта производственных фондов, и их расширенного воспроизводства.

12. Оценка влияния инфляции (изменения цен), и возможности использования при реализации проекта нескольких валют.

13. Учет влияния неопределенностей и рисков реализации инвестиционного проекта, для чего необходимо иметь в арсенале инвестора готовый сценарий действий в случае возникновения инвестиционных рисков.

Таким образом, в Методических рекомендациях в качестве основных показателей, используемых для расчетов эффективности инвестиционного проекта, предлагаются:

— коммерческая (финансовая) эффективность, показывающая финансовые результаты реализации инвестиционного проекта;

— бюджетная эффективность, отражающая финансовые последствия реализации проекта для бюджетов различных уровней и внебюджетных фондов;

— экономическая эффективность, учитывающая соотношение затрат и результатов по инвестиционному проекту;

— социальная эффективность, отражающая социальные последствия реализации инвестиционного проекта (например, рост или уменьшение количества рабочих мест, улучшение жилищно-коммунальных условий жизни работников, динамика доходов работников и др.);

— экологическая эффективность, характеризующая экологические последствия реализации инвестиционного проекта (например, показатели загрязнения окружающей

среды, вызванные реализацией проекта, величина затрат, связанных с охраной окружающей среды и др.).

Поэтому процесс разработки и реализации инвестиционного проекта должен основываться на всеобъемлющем анализе эффективности инвестиционного проекта, как для инвестора, так и для общества в целом.

3.2. Бюджетная эффективность инвестиционных проектов

Бюджетная эффективность показывает влияние результатов реализации инвестиционного проекта на доходы и расходы бюджетов различных уровней. Основным показателем, используемым для оценки бюджетной эффективности инвестиционных проектов, является бюджетный эффект.

Бюджетный эффект для конкретной стадии реализации инвестиционного проекта определяется как превышение доходов соответствующего бюджета над его расходами, обусловленные реализацией данного инвестиционного проекта. Бюджетный эффект (\dot{A}_δ) рассчитывается по формуле:

$$\dot{A}_\delta = \ddot{A}_\delta - \dot{D}_\delta ,$$

где \ddot{A}_δ — доходы соответствующего бюджета на определенной стадии реализации инвестиционного проекта, \dot{D}_δ — расходы соответствующего бюджета на определенной стадии реализации инвестиционного проекта.

При оценке бюджетной эффективности инвестиционного проекта необходимо учитывать все доходы и расходы, связанные с реализацией данного проекта.

Чаще всего в состав расходов бюджета, обусловленных реализацией инвестиционного проекта, включаются следующие:

- средства, выделяемые в качестве прямого бюджетного финансирования инвестиционного проекта;
- кредиты Центрального, региональных и уполномоченных банков для отдельных участников реализации инвестиционного проекта, выделяемые в качестве заемных средств, и подлежащих компенсации за счет средств бюджета;
- прямые бюджетные ассигнования на надбавки к рыночным ценам на топливо и энергоносители;
- выплаты пособий для лиц, оставшихся без работы в связи с осуществлением инвестиционного проекта;

— выплаты по государственным ценным бумагам, выпущенным для финансирования инвестиционного проекта;

— государственные, региональные гарантии инвестиционных рисков иностранным и отечественным участникам инвестиционного проекта;

— средства, выделяемые из бюджета для ликвидации последствий возможных при осуществлении инвестиционного проекта чрезвычайных ситуаций, и компенсации иного возможного ущерба от реализации инвестиционного проекта.

В состав доходов бюджета, обусловленных реализацией инвестиционных проектов, чаще всего включаются:

— НДС, специальный налог и все иные налоговые поступления (с учетом льгот) и рентные платежи данного года в бюджет с российских и иностранных инвесторов, относящиеся к реализации инвестиционного проекта;

— увеличение (или уменьшение) налоговых поступлений от сторонних предприятий, обусловленных реализацией инвестиционного проекта. Уменьшение налоговых поступлений в основном связано с конкуренцией между инвесторами-производителями;

— поступления в бюджет таможенных пошлин и акцизов по товарам (ресурсам), производимым (затрачиваемым) в соответствии с инвестиционным проектом;

— эмиссионный доход от выпуска ценных бумаг под финансирование инвестиционного проекта;

— дивиденды по принадлежащим государству, региону акциям и другим ценным бумагам, выпущенным инвестором с целью финансирования инвестиционного проекта;

— поступления в бюджет налога на доходы российских и иностранных физических лиц, начисленного за выполнение работ, предусмотренных инвестиционным проектом;

— поступление в бюджет платы за пользование землей, водой и другими природными ресурсами; плата за недра, лицензии на право ведения геолого-разведочных работ и т.п., в части, зависящей от реализации инвестиционного проекта;

— доходы от лицензирования, конкурсов и тендеров на разведку, строительство и эксплуатацию объектов, связанных с реализацией инвестиционного проекта;

— повышение льготных кредитов на проект, выделенных за счет средств бюджета и обслуживание этих кредитов;

— штрафы и санкции, связанные с проектом, за нерациональное использование материальных, топливно-энергетических и природных ресурсов.

При оценке бюджетной эффективности инвестиционных проектов необходимо учитывать, что к доходам бюджета приравниваются поступления во внебюджетные фонды.

На основе показателей годовых бюджетных эффектов, рассчитываются и ряд других показателей, дающих объективную оценку эффективности инвестиционного проекта. К ним относятся: внутренняя норма бюджетной эффективности, рассчитываемая по общим принципам; срок окупаемости бюджетных затрат; степень финансового участия государства (региона) в реализации инвестиционного проекта.

Кроме того, по проектам, по которым осуществляется бюджетное покрытие расходов в иностранной валюте и/или валютные поступления в бюджет, определяется такой показатель, как валютный бюджетный эффект. При этом расчет ведется в соответствии с учетом расходов и доходов только в иностранной валюте, пересчитываемой в валюту Российской Федерации по установленным курсам на определенную дату.

3.3. Простые методы оценки эффективности инвестиционных проектов

3.3.1. Определение срока окупаемости инвестиций

Сроком (периодом) окупаемости инвестиционного проекта называется продолжительность периода от начального момента осуществления проекта до момента окупаемости. Моментом окупаемости называется тот наиболее ранний момент времени в расчетном периоде, после которого текущий чистый доход становится и в дальнейшем остается неотрицательным.

Срок окупаемости инвестиционного проекта — это период времени, в конце которого сумма прироста денежных средств от реализации инвестиционного проекта будет равна первоначальной сумме вложения капитала в инвестиционный проект. То есть срок окупаемости характеризует период времени, в течение которого сделанные инвестором вложения в проект возмещаются доходами от его реализации.

Срок окупаемости можно определить с учетом и без учета дисконтирования денежных потоков. Сроком окупаемости с учетом дисконтирования называется продолжительность периода от начального момента до «момента окупаемости с учетом дисконтирования». Моментом окупаемости с учетом дисконтирования называется тот наиболее ранний момент времени в расчетном периоде, после которого текущий чистый дисконтированный доход становится и в дальнейшем остается неотрицательным.

Этот метод — один из самых простых и широко распространен в мировой практике. Алгоритм расчета срока окупаемости зависит от равномерности распределения прогнозируемых доходов от инвестиции. Если доход распределен по годам равномерно, то

срок окупаемости рассчитывается делением единовременных затрат на величину годового дохода, обусловленного ими.

Например, если сумма первоначальных инвестиций в инвестиционный проект составила 400 тыс. рублей, а ожидаемые ежегодные поступления денежных средств от реализации проекта — 100 тыс. рублей ежегодно, то период окупаемости инвестиционного проекта составит 4 года.

Такая ситуация имеет место далеко не всегда. Инвестору, осуществляющему капитальные вложения практически невозможно обеспечить себе равномерный поток денежных средств от реализации инвестиционного проекта. Это связано с множеством факторов: с платежеспособностью пользователей объектов инвестирования, с уровнем инфляции, с конкурентной борьбой на рынке и др.

Поэтому чаще всего денежные потоки от реализации инвестиционного проекта распределяются по годам неравномерно. В этом случае срок окупаемости рассчитывается прямым подсчетом числа лет, в течение которых первоначальные инвестиции будут погашены кумулятивными доходами.

Например, если сумма первоначальных инвестиций в инвестиционный проект составила 400 тыс. рублей, а ожидаемые ежегодные поступления денежных средств от реализации проекта распределились по годам следующим образом: 1-й год — 100 тыс. рублей, 2-й год — 200 тыс. рублей, 3-й год — 200 тыс. рублей, то срок окупаемости инвестиционного проекта составит 2 года и 6 месяцев:

1-й год: $400000 - 100000 = 300000$ руб.;

2-й год: $300000 - 200000 = 100000$ руб.;

3-й год: $100000 : 200000 = 0,5$ (года).

Для точности и объективности расчетов при определении срока окупаемости проекта в расчет принимаются денежные потоки, дисконтированные по показателю цены авансированного капитала. Следствие тому — увеличение продолжительности срока окупаемости инвестиционного проекта.

Например, если сумма первоначальных инвестиций в инвестиционный проект составила 400 тыс. рублей, а ожидаемые ежегодные поступления денежных средств от реализации проекта распределились по годам следующим образом: 1-й год — 100 тыс. рублей, 2-й год — 200 тыс. рублей, 3-й год — 200 тыс. рублей, ставка дисконта — 10%, то срок окупаемости инвестиционного проекта составит 2 года и 11,5 месяцев:

$$1\text{-й год: } 400000 - \frac{100000}{(1+0,1)^1} = 300000 \text{ руб.}$$

$$\text{2-й год: } 3 - 0 \frac{2}{(1+0,1)^2} = 3 \quad 0 \quad 0 \quad 0 \quad 0 \quad 0 \quad 0 \quad 0$$

$$\text{3-й год: } 1 - 4 \frac{2}{(1+0,1)^3} = 1 \quad 8 \quad 0 \quad 410 \quad 0 \quad 3520,9 \quad 80 \quad 0$$

Показатель срока окупаемости очень прост в расчетах, вместе с тем он имеет ряд недостатков, которые необходимо учитывать при анализе.

Во-первых, он не учитывает влияние доходов периодов.

Во-вторых, поскольку этот метод основан на не дисконтированных оценках, он не делает различия между проектами с одинаковой суммой кумулятивных доходов, но различным распределением ее по годам. Поэтому проект является более предпочтительным, если обеспечивает большую сумму доходов в первые годы.

В-третьих, при расчете срока окупаемости без учета дисконтирования, реальные сроки окупаемости искажаются, так как не учитывается изменение стоимости денег во времени.

В-четвертых, данный метод не обладает свойствами аддитивности.

В-пятых, расчет срока окупаемости инвестиционного проекта, за его пределами, не отражает эффективность проекта в будущем. Поэтому применение данного метода, как метода оценки эффективности инвестиционного проекта, ограничено самим сроком окупаемости, и он не учитывает весь период функционирования инвестиций и, следовательно, на него не влияет вся та отдача, которая лежит за пределами срока окупаемости инвестиций. Поэтому показатель срока окупаемости не должен быть единственным критерием выбора, а может использоваться в виде ограничения при принятии решения. То есть, если срок окупаемости проекта больше, чем принятые ограничения, то он исключается из списка возможных инвестиционных проектов.

В процессе реализации инвестиционного проекта целесообразно проводить сравнение реально сложившегося и проектного срока окупаемости. Возможно три варианта. Первый, когда реальный срок окупаемости меньше проектного, в этом случае инвестором были созданы все необходимые условия для реализации инвестиционного проекта. Если реальный срок окупаемости равен проектному (случается крайне редко), то это говорит о высоком профессионализме и самого инвестора, и разработчиков инвестиционного проекта. Если же реальный срок окупаемости инвестиционного проекта больше проектного, то значит, не были учтены многие факторы, риски, либо допущены просчеты при разработке и реализации проекта.

3.3.2. Метод расчета отдачи на вложенный капитал

Этот метод основывается на использовании информации о денежных потоках, о возможности получения прибыли от реализации инвестиционного проекта.

Отдача на вложенный капитал (ОВК) рассчитывается по формуле:

$$\hat{I} \hat{A} \hat{E} = \frac{\ddot{I}_{i \bar{n}}}{\hat{E}_{i \bar{n}}} \cdot 100$$

где $\ddot{I}_{i \bar{n}}$ — ожидаемая средняя прибыль от реализации инвестиционного проекта, $\hat{E}_{i \bar{n}}$ — ожидаемая средняя величина инвестиций по проекту.

Ожидаемая средняя прибыль определяется как сумма разниц приращения доходов и расходов за период реализации проекта, деленная на оцененный полезный срок жизни проекта.

Средняя величина инвестиций находится делением исходной суммы капитальных вложений на два, если предполагается, что по истечении срока реализации анализируемого проекта все капитальные затраты будут списаны; если допускается наличие остаточной или ликвидационной стоимости, то ее оценка должна быть учтена. При этом средняя величина ожидаемых инвестиций зависит от метода начисления амортизации. При равномерном исчислении амортизации (линейным методом), ожидаемая величина инвестиций равна половине суммы первоначальных инвестиций и ликвидационной стоимости в конце срока проекта.

При расчете отдачи на вложенный капитал возможны другие варианты расчетов. Так, алогичным показателем оценки эффективности инвестиционного проекта является средняя бухгалтерская норма прибыли ($\ddot{I}_{i \bar{n}}$), которая определяется следующим образом:

$$\ddot{I}_{i \bar{n}} = \frac{\ddot{I}_i}{\hat{E}} \cdot 100$$

где \ddot{I}_i — суммарная прибыль за весь период жизненного цикла проекта, \hat{E} — первоначальная величина инвестиций по проекту.

Например, при помощи использования метода расчета отдачи на вложенный капитал, определите, какой из двух инвестиционных проектов следует осуществить на основе данных таблицы 3.

Таблица 3.

Метод расчета отдачи на вложенный капитал

Показатели	Проект А, у. е.	Проект Д, у. е.
Стоимость	10000	10000
Ожидаемая ликвидационная стоимость	500	200
Ожидаемый срок службы	5 лет	5 лет
Ожидаемая будущая прибыль до вычета амортизации:		
1-й год	2000	500
2-й год	4000	1000
3-й год	5000	2000
4-й год	2000	4000
5-й год	1000	6000

Решение:

Показатели	Проект А, тыс. руб.	Проект Б, тыс. руб.
1. Суммарная прибыль до вычета амортизации	14000	13500
2. Суммарная амортизация	9500	9800
3. Суммарная прибыль за вычетом амортизации	4500	3700
4. Средняя прибыль (по пяти годам)	900	740
5. Величина первоначальных инвестиций	10000	10000
6. Ликвидационная стоимость	500	200
7. Средняя величина инвестиций ($(п.5+п.6)/2$)	5250	5100
Отдача на вложенный капитал, % ($п.4:п.7 \times 100$)	$900:5250 \times 100 = 17,1\%$	$740:5100 \times 100 = 14,5\%$

Таким образом, отдача на вложенный капитал по проекту А составляет 17,1%, что на 2,6 пункта больше, чем по проекту Д. Поэтому из рассматриваемых инвестиционных проектов наиболее привлекательным с позиции отдачи на вложенный капитал является проект А.

Метод, основанный на расчете отдачи на вложенный капитал, также имеет ряд существенных недостатков, обусловленных в основном тем, что не учитывает временной составляющей денежных потоков. В частности, метод не делает различия между проектами с одинаковой суммой среднегодовой прибыли, но варьирующей суммой прибыли по годам, а также между проектами, имеющими одинаковую среднегодовую прибыль, но генерируемую в течение различного количества лет.

3.4. Сложные методы оценки эффективности инвестиционных проектов

3.4.1. Методика определения стоимости инвестиций при использовании сложных процентов

Известно, что между временем и деньгами существует взаимосвязь, выражающаяся в изменении стоимости денег во времени. И рубль сегодня будет стоить несколько другую сумму завтра. Поэтому инвестор, вложив сегодня определенную сумму денежных средств, вправе ожидать получения назад инвестированной суммы и прироста к ней.

Как же определить будущую стоимость вложенного капитала? Во-первых, необходимо учитывать влияние факторов, возникающих в процессе инвестирования. К примеру, далеко не всегда инвестор может собственными финансовыми ресурсами профинансировать собственный инвестиционный проект, и поэтому ему приходится использовать банковский или коммерческий кредит. В связи с этим стоимость его инвестиций во времени должна корректироваться (и будет изменяться) с учетом платы за заемный капитал. Далее. Практически на все инвестиционные проекты равным образом воздействует инфляция, которая обесценивает вложенный капитал, поэтому для объективной оценки будущих поступлений от проекта необходимо учитывать изменение стоимости вложенного капитала под влиянием инфляции. И, наконец, доход, который ожидает получить инвестор в будущем, его также необходимо корректировать с учетом выделенных выше факторов.

Стоимость инвестиций через некоторое количество лет определяется при помощи сложных процентов. Формула будущей стоимости инвестиций (S) выглядит следующим образом:

$$S = P \cdot (1 + r)^n.$$

где P — величина первоначальных инвестиций, r — ставка процента в виде десятичной дроби, n — число лет, в течение которых инвестиции будут приносить доход.

Таким образом, методика определения стоимости инвестиций при использовании сложных процентов базируется на реинвестировании годового процентного дохода. В результате инвестор получает доход как с первоначально вложенного капитала, так и с процентов, полученных в предыдущие годы.

Данная методика получила название *компаундирования*, то есть приведения затрат и результатов к конечному моменту времени.

Например, будущая стоимость 1 рубля через 1, 2 и 3 года при ставке 10% годовых будет рассчитываться следующим образом:

$$1 \text{ год: } 1 \cdot (1 + 0,1)^1 = 1,1 \text{ 0}$$

$$2 \text{ год: } 1 \cdot (1 + 0,1)^2 = 1,2 \text{ 1}$$

$$3 \text{ год: } 1 \cdot (1 + 0,1)^3 = 1,3 \text{ 3}$$

Таким образом, через 3 года, при 10% ставке годовых, инвестор получит 1 рубль 33 копейки.

Для практических расчетов используются таблицы сложных процентов, в которых имеются расчеты будущей стоимости 1 рубля при различных процентных ставках для разных периодов. Необходимость использования таких таблиц очевидна. Например, при инвестировании 544 тысяч рублей на 3 года при 10% годовых, можно с легкостью определить будущие поступления, на основе ранее полученного значения изменения стоимости 21 рубля при тех же условиях инвестирования. Для этого необходимо умножить сумму инвестиций на стоимость 1 рубля через 3 года при 10% ставке годовых:

$$5 \text{ 4 } 41,30 \text{ 307102 } \text{ '}$$

Таким образом, через 3 года инвестор получит 724 тыс. 64 рубля, прирост денежных средств составит 180 тысяч 64 рубля (724064-544000).

При оценке эффективности инвестиционных проектов инвестор сталкивается с необходимостью выражения наличных денег, получаемых в будущем через настоящую стоимость. То есть с необходимостью приведения разновременных затрат и результатов к единому времени, для объективности оценки эффективности инвестиционного проекта. Такая операция называется дисконтированием, а величина, полученная при этом — дисконтированная стоимость.

Дисконтирование, по своей сути является процессом, обратным расчету будущей стоимости инвестиций, поэтому формула дисконтирования выглядит следующим образом:

$$P = \frac{S}{(1+r)^n} = S \cdot \frac{1}{(1+r)^n} \text{ или } P = S(1+r)^{-n}.$$

где $\frac{1}{(1+r)^n}$ или $(1+r)^{-n}$ — коэффициент дисконтирования (дисконтный множитель).

Например, для того, чтобы получить через год 1 рубль при 10% ставке годовых, необходимо вложить несколько меньшую сумму. Какую? Проведем расчет, используя формулу дисконтирования:

$$\frac{1}{(1+0,1)^1} = 0,9 \text{ 0}.$$

Таким образом, расчеты показали, что для того, чтобы получить через год 1 рубль при 10% ставке годовых, сегодня необходимо вложить 0,9091 рубля.

Для простоты расчетов также используются таблицы дисконтирования, которые позволяют быстро определить необходимую величину вложений сегодня, для получения необходимой суммы в будущем.

Например, для того, чтобы через год получить 544 тыс. рублей при ставке 10% годовых, сегодня необходимо вложить следующую сумму:

$$544 \cdot \frac{1}{(1 + 0,1)^1} = 544 \cdot 0,909 = 494,40 \text{ тыс. руб.}$$

При дисконтировании необходимо знать следующие закономерности данного процесса:

— при возрастании ставки процента коэффициента дисконтирования убывают (уменьшаются), а значит и дисконтируемая величина уменьшается;

— коэффициенты дисконтирования убывают также при расширении промежутка времени дисконтирования, что приводит к уменьшению значения дисконтируемой величины.

Процесс дисконтирования учитывает приток и отток денежных средств во времени, поэтому дисконтирование производится по процентной ставке n . Важным моментом является выбор уровня процентной ставки, по которой производится дисконтирование. В экономической литературе иногда ее называют ставкой сравнения, так как оценка эффективности часто производится именно при сравнении вариантов капитальных вложений. Иногда коэффициент дисконтирования по выбранной ставке n называется барьерным коэффициентом. Несмотря на различие названий, эта ставка должна отражать ожидаемый усредненный уровень ссудного процента на финансовом рынке.

Серьезным фактором при определении процентной ставки, используемой для дисконтирования, является учет риска. Риск в инвестиционном процессе, независимо от его конкретных форм, в конечном счете, предстает в виде возможного уменьшения реальной отдачи от вложенного капитала по сравнению с ожидаемой. Так как это уменьшение проявляется во времени, то в качестве общей рекомендации по учету возможных потерь от сокращения отдачи предлагается вводить поправку к уровню процентной ставки.

Она должна характеризовать доходность по безрисковым вложениям (например, краткосрочным государственным ценным бумагам), т.е. необходимо добавлять некоторую рисковую премию, учитывающую как специфический риск, связанный с неопределенностью получения дохода от конкретного капиталовложения, так и рыночный риск, вызванный конъюнктурой.

Таким образом, дисконтирование используется для приведения разновременных денежных потоков к сопоставимому виду. Для чего денежные потоки оцениваются в один и тот же момент времени.

По периодичности поступления различают постоянные и переменные денежные потоки. Дисконтирование равномерных потоков денежных поступлений получило название — дисконтирование аннуитета. При этом, дисконтирование аннуитета проводится по сокращенной методике: аннуитет умножают на сумму дисконтных множителей инвестиционного периода.

Таким образом, в основе сложных методов оценки эффективности инвестиционных проектов лежит методика определения стоимости инвестиций при использовании сложных процентов.

3.4.2. Метод расчета чистой дисконтированной стоимости инвестиционного проекта

Чистая дисконтированная стоимость (NPV) (синонимы — чистый дисконтированный доход, чистый приведенный эффект, интегральный экономический эффект) — превышение интегральных (за расчетный период времени) дисконтированных денежных поступлений над интегральными дисконтированными денежными выплатами, обусловленными реализацией инвестиционного проекта.

Чистую текущую стоимость можно определить следующим образом: текущая стоимость денежных притоков за вычетом текущей стоимости денежных оттоков, т.е. данный метод, предусматривает дисконтирование денежных потоков с целью определения эффективности инвестиций.

Дисконтирование — метод приведения разновременных притоков и оттоков денежных средств, генерируемых рассматриваемым проектом в течение расчетного периода времени.

Норма дисконтирования — минимально допустимая для инвестора величина дохода в расчете на единицу капитала, вложенного на реализацию проекта.

Итак, экономическое содержание нормы дисконтирования состоит в том, что она отражает минимально допустимую для инвестора величину дохода в расчете на единицу капитала, вложенного на реализацию проекта. Инвестор, по сути дела, исходит из допущения о том, что у него всегда найдутся альтернативные проекту возможности вложения временно свободных денежных средств с доходностью, равной норме дисконтирования.

При разовой инвестиции математически расчет чистого приведенного дохода (эффекта) можно представить формулой:

$$NPV = -P + \sum_{n=1}^N \frac{S_n}{(1+r)^n}.$$

Например. Предприятию необходимо обновить технологическую линию стоимостью 500 тыс. рублей. Денежные потоки от реализации данного инвестиционного проекта

распределять по годам его реализации следующим образом: 1-й год — 200 тыс. рублей, 2-й год — 300 тыс. рублей и 3-й год — 300 тыс. рублей. Ожидаемая норма прибыли составит 20%. На основе расчета чистой дисконтированной стоимости инвестиционного проекта необходимо принять решение о целесообразности его реализации. Проведем расчеты:

$$N = -B + \frac{200}{(1+0,2)^1} + \frac{300}{(1+0,2)^2} + \frac{300}{(1+0,2)^3} =$$

$$= -500 + 166,67 + 208,33 + 166,67 = 486,67$$

Таким образом, чистая дисконтированная стоимость инвестиционного проекта положительна и составляет 486,67 рублей. Следовательно, инвестиционный проект можно принять к реализации.

В том случае, когда инвестиционные вложения распределены по периодам реализации инвестиционного проекта, чистая дисконтированная стоимость проекта рассчитывается по следующей формуле:

$$N = -P \sum_{n=1}^n \frac{V^n}{(1+r)^n} + \sum_{n=1}^n \frac{S}{(1+r)^n}.$$

Например. Предприятию необходимо обновить технологическую линию стоимостью 500 тыс. рублей. Периодичность финансирования инвестиционного проекта такова: 1-й год 300 тыс. рублей, 2-й год — 100 тыс. рублей и 3-й год — 100 тыс. рублей. Денежные потоки от реализации данного инвестиционного проекта распределять по годам его реализации следующим образом: 1-й год — 200 тыс. рублей, 2-й год — 300 тыс. рублей и 3-й год — 300 тыс. рублей. Ожидаемая норма прибыли составит 20%. На основе расчета чистой дисконтированной стоимости инвестиционного проекта необходимо принять решение о целесообразности его реализации. Проведем расчеты:

$$N = -\left(\frac{500}{(1+0,2)^1} + \frac{300}{(1+0,2)^2} + \frac{100}{(1+0,2)^3}\right) + \left(\frac{200}{(1+0,2)^1} + \frac{300}{(1+0,2)^2} + \frac{300}{(1+0,2)^3}\right) = 171,297$$

Таким образом, чистая дисконтированная стоимость инвестиционного проекта положительна и составляет 171,297 рублей. Поэтому инвестиционный проект следует принять к реализации.

В результате дисконтированию подвергаются не только денежные поступления по годам реализации инвестиционного проекта, но и расходы, связанные с его финансированием по соответствующим периодам.

Фактически производится сопоставление чистой дисконтированной стоимости (NPV) и реальных инвестиций (P), так как в этом случае критерием для экономического обоснования инвестиций служит чистая дисконтированная стоимость (NPV).

Если: $NPV > P > 0$ — проект следует принимать;

$NPV = P = 0$ — проект ни прибыльный, ни убыточный;

$NPV < P < 0$ — проект следует отвергнуть.

NPV — один из важнейших показателей и критериев инвестиций, который в ряде случаев выступает как самостоятельный и единственный.

При прогнозировании денежных поступлений от инвестиционного проекта по годам необходимо читать все виды поступлений как производственного, так и непроизводственного характера, которые могут быть связаны с данным проектом. Например, если по окончании периода реализации инвестиционного проекта планируется поступление денежных средств в виде ликвидационной стоимости оборудования или высвобождения части оборотных средств, то они должны быть учтены как доходы соответствующих периодов.

Поэтому основой для исчисления NPV является план денежных потоков от реализации проекта, в котором учитываются три основные функциональные составляющие деятельности предприятия:

- операционная или производственная;
- инвестиционная;
- финансовая.

Среди ученых нет единого подхода при определении чистой дисконтированной стоимости. Одни из них, в частности Роберт Пиндайк и Даниэль Рубинфельд, предлагают определять чистую дисконтированную стоимость на основе будущих доходов полученных при реализации проекта. Под будущими доходами они понимают чистую прибыль. Согласно их точки зрения чистую дисконтированную стоимость необходимо определять из выражения:

$$N = -D + \frac{\dot{I}_1}{(1+r)^1} + \frac{\dot{I}_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{\dot{I}_n}{(1+r)^n} \text{ или } N = -D + \sum_{n=1}^n \frac{\dot{I}}{(1+r)^n},$$

где D — инвестиции, необходимые для реализации проекта; $\dot{I}_1, \dot{I}_2, \dots, \dot{I}_n$ — чистая прибыль, полученная по отдельным годам от реализации проекта; r — норматив приведения затрат к единому моменту времени — норма дисконта; n — количество лет инвестиционного периода.

Так как приток денежных средств от инвестиционного проекта распределен во времени, то его дисконтирование производится по процентной ставке, которая в большинстве случаев отражает ожидаемый усредненный уровень ссудного процента на финансовом рынке.

В результате инвестиционные вложения следует осуществлять только тогда, когда чистая прибыль от реализации инвестиционного проекта положительна, то есть только при $NPV > 0$.

Кроме того, ряд авторов предлагают определять будущий дисконтированный доход с учетом не только чистой прибыли, но и амортизационных отчислений:

$$N = -P + \frac{\dot{I}_1 + \dot{A}_1}{(1+r)^1} + \frac{\dot{I}_2 + \dot{A}_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{\dot{I}_n + A_n}{(1+r)^n} \text{ или } N = P - PV \sum_{n=1}^n \frac{\dot{I}_n + A_n}{(1+r)^n},$$

где $\dot{A}_1, \dot{A}_2 \dots \dot{A}_n$ — величина амортизационных отчислений по периодам инвестирования.

Такой подход к определению NPV дает более объективные результаты, так как амортизационные отчисления — средства, необходимые для осуществления процесса воспроизводства основных производственных фондов, а также приток денежных средств, а не их отток.

В рамках метода расчета чистой дисконтированной стоимости инвестиционного проекта рассчитывается и показатель индекса доходности. Показатель индекса доходности является следствием предыдущего (NPV) и рассчитывается по формуле:

$$I = \frac{\sum_{n=1}^n \frac{S}{(1+r)^n}}{P}.$$

В отличие от NPV 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 с максимальным суммарным значением NPV.

Показатель «индекс доходности» также может быть использован не только для сравнительной оценки, но и в качестве критерия при принятии инвестиционной проекта к реализации. Очевидно, что если:

$I > 1$, то проект следует принять;

$I < 1$, то проект следует отвергнуть;

$I = 1$, то проект ни прибыльный, ни убыточный.

Например. Предприятию необходимо обновить технологическую линию стоимостью 500 тыс. рублей. Денежные потоки от реализации данного инвестиционного проекта распределять по годам его реализации следующим образом: 1-й год — 200 тыс. рублей, 2-й год — 300 тыс. рублей и 3-й год — 300 тыс. рублей. Ожидаемая норма прибыли составит 20%. На основе расчета индекса доходности инвестиционного проекта необходимо принять решение о целесообразности его реализации. Проведем расчеты:

$$I = \frac{2}{(1+0,2)^1} + \frac{0,3}{(1+0,2)^2} + \frac{0,03}{(1+0,2)^3} + \frac{0,00}{(1+0,2)^4} + \frac{0,00}{(1+0,2)^5} + \frac{0,00}{(1+0,2)^6} + \frac{0,00}{(1+0,2)^7} = \frac{5}{0} + \frac{4}{0} = 1,08.$$

Таким образом, индекс доходности инвестиционного проекта больше единицы, значит, проект можно принять к реализации.

Показатели NPV и I находятся в прямой зависимости, которая проявляется в следующем: с ростом абсолютного значения чистого приведенного дохода возрастает и значение индекса доходности и наоборот.

При оценке эффективности инвестиционных проектов необходимо помнить о том, что если $NPV = 0$, то $I = 1$. Причем данная зависимость постоянна. Это означает, что как критериальный показатель целесообразности реализации инвестиционного проекта может быть использован только один (любой) из них. При проведении сравнительной оценки необходимо рассматривать оба показателя, так как они дают инвестору возможность с разных сторон оценивать эффективность инвестиционных проектов и принимать обоснованные управленческие решения.

3.4.3. Определение внутренней нормы доходности инвестиционных проектов

Внутренняя норма доходности (синонимы — внутренняя норма рентабельности, внутренняя норма прибыли) — норма дисконтирования, обращающая в нуль величину чистого дисконтированного дохода. Она отражает размер дохода в расчете на единицу инвестиций, вложенных в реализацию проекта.

Основной целью инвестора является получение прибыли. Поэтому, чтобы обеспечить себе доход от вложенного капитала или окупить затраты, необходимо, чтобы чистая текущая стоимость проекта была больше нуля, или равна ему. Для этого необходимо подобрать такую процентную ставку для дисконтирования денежных потоков от реализации инвестиционного проекта, которая обеспечит превышение или равенство чистой дисконтированной стоимости нулю. Обычно такая ставка дисконтирования отражает ожидаемый усредненный уровень ссудного процента на финансовом рынке с учетом фактора риска.

Поэтому под внутренней нормой доходности инвестиционного проекта (IRR) понимают значение ставки дисконтирования, при которой $NPV = 0$, то есть

$$IRR = r, \text{ при которой } NPV = 0.$$

Необходимость расчета этого коэффициента при анализе эффективности инвестиционных проектов заключается в том, что IRR показывает максимально допустимый относительный уровень расходов, которые могут быть связаны с данным проектом.

Например, если проект полностью финансируется за счет ссуды коммерческого банка, то значение IRR показывает верхнюю границу допустимого уровня банковской процентной ставки, превышение которой делает проект убыточным.

На практике не так много предприятий, как хотелось бы, финансируют свою деятельность и реализацию инвестиционных проектов только за счет собственных финансовых ресурсов. Из-за недостатка собственных источников финансирования им приходится использовать заемные и привлеченные финансовые ресурсы. В качестве платы за пользование внешними финансовыми ресурсами они уплачивают проценты по заемным средствам, дивиденды и вознаграждения по привлеченным, то есть несут обоснованные расходы, связанные с привлечением капитала извне.

Показатель, характеризующий относительный уровень этих расходов, называют «ценой» авансированного капитала (W). Цена (стоимость) капитала — представляет собой общую сумму средств, которую необходимо уплатить за использование внешних финансовых ресурсов, выраженная в процентах к их общей сумме.

Этот показатель отражает сложившийся на предприятии минимум возврата на вложенный капитал, и такую рентабельность, которой должно достигнуть предприятие, чтобы не уменьшить свою рыночную стоимость.

Цена капитал рассчитывается по каждому источнику в отдельности, а затем как средневзвешенная величина.

Средневзвешенная цена капитала (W) представляет собой среднее значение цен каждого источника в общей сумме:

$$W = \sum_{i=1}^n K_i \cdot d_i,$$

где \hat{E}_i — стоимость i -го источника финансовых средств, выраженная в процентах; d_i — удельный вес i -го источника в общей их сумме.

Средневзвешенная цена капитала показывает минимальный возврат средств предприятия на вложенный в деятельность капитал или его рентабельность. Экономический смысл этого показателя состоит в том, что предприятие может принимать любые решения, в том числе и инвестиционного характера, если уровень их рентабельности не ниже текущего значения показателя средневзвешенной цены капитала.

Например. Определите средневзвешенную цену капитала, формируемого из трех источников для финансирования инвестиционного проекта. На основе расчетов необходимо сделать вывод о требуемой внутренней норме доходности.

Источник	Сумма, руб.	Доля, %	Стоимость, %
Простые акции	200000	50	15
Привилегированные акции	50000	12,5	12
Долгосрочный кредит	150000	37,5	16
Итого	400000	100	15

$$W = \frac{50 \cdot 15 + 12,5 \cdot 12 + 37,5 \cdot 16}{100} = \frac{750 + 150 + 600}{100} = \frac{1500}{100} = 15\%$$

Таким образом, средневзвешенная цена привлекаемого капитала составит 15%. Поэтому внутренняя норма доходности не должна быть ниже 15% годовых, иначе предприятие не сможет обеспечить окупаемость инвестиционного проекта, а тем более получить прибыль.

Однако, при оценке эффективности инвестиционных проектов минимальное значение внутренней нормы доходности должно приниматься более высоким, чем средневзвешенная цена капитала. Это связано с необходимостью учета возможных инвестиционных рисков. Тем самым обеспечивается запас финансовой прочности инвестиционного проекта.

Взвешивание капитала может быть первоначальным или целевым.

Первоначальное взвешивание основано на существующей структуре капитала, которая признается оптимальной и должна сохраниться в будущем, и может осуществляться по балансовой и рыночной стоимости источников.

Взвешивание по балансовой стоимости предполагает, что новое дополнительное финансирование будет осуществляться с использованием тех же методов и источников, которые применялись для формирования существующей структуры капитала. При этом удельный вес каждого источника определяется делением его балансовой стоимости на балансовую стоимость всех долгосрочных источников капитала. Такой расчет позволяет оценить фактически сложившуюся структуру источников, и связанные с ней расходы.

При взвешивании по рыночной стоимости источников капитала, рыночную стоимость каждого источника делят на общую рыночную стоимость всех источников. Этот метод является более точным по сравнению с предыдущим, так как учитывает реальную конъюнктуру фондового рынка и другие факторы.

Целевое взвешивание применяется в том случае, если предприятие хочет сформировать оптимальную для себя структуру капитала, когда запланированное соотношение собственных и заемных средств в общем объеме источников должно сохраняться в течение длительного промежутка времени, что особенно важно при реализации инвестиционного проекта в долгосрочной перспективе.

Взаимосвязь первоначальной и целевой средневзвешенной стоимости капитала обеспечивается использованием показателя *предельной стоимости капитала*. Он показывает

стоимость каждой новой дополнительно привлекаемой единицы капитала, или стоимость последней денежной единицы вновь привлеченного капитала. Предельная стоимость капитала рассчитывается на основе прогнозной величины расходов, которые предприятие понесет при воспроизводстве целевой структуры капитала в условиях сложившейся конъюнктуры фондового рынка. Предельная стоимость капитала увеличивается с ростом объемов привлеченных средств и изменений в структуре капитала.

Предельная цена капитала может оставаться неизменной, но только в том случае, если увеличение капитала предприятия осуществляется за счет его нераспределенной прибыли при сохранении неизменной его структуры. Однако существует критическая точка, после которой взвешенная стоимость капитала будет увеличиваться при привлечении новых источников и изменении структуры капитала. Это точка разрыва (перелома) нераспределенной прибыли (X), которая рассчитывается по формуле:

$$\tilde{O} = \frac{\dot{I}\ddot{I}}{\dot{O}_{\tilde{n}\tilde{e}}}, \text{ где}$$

НП — величина нераспределенной прибыли предприятия;

Уск — удельный вес (доля) собственного капитала.

Однако если цена заемных источников остается на прежнем уровне и структура капитала не меняется, то теоретически предельная цена капитала предприятия может остаться неизменной.

Оценка стоимости капитала завершается выработкой критериального показателя эффективности его дополнительного привлечения, которым является *предельная эффективность капитала*. Этот показатель характеризует соотношение прироста уровня прибыльности дополнительно привлекаемого капитала и прироста средневзвешенной стоимости капитала, и рассчитывается по формуле:

$$\ddot{I} \dot{Y} \hat{E} = \frac{\Delta D_{\hat{e}}}{\Delta W}, \text{ где}$$

ПЭК — предельная эффективность капитала;

ΔR_k — прирост уровня рентабельности капитала;

ΔW — прирост средневзвешенной стоимости капитала.

Оптимальная структура капитала предприятия представляет собой такое соотношение использования собственных и заемных средств, при котором максимизируется его рыночная стоимость. Таким образом, оптимальной структура капитала будет тогда, когда рыночная стоимость предприятия — максимальна, величина чистой прибыли — максимальна, а средневзвешенная цена капитала — минимальна.

Все эти факторы необходимо учитывать при формировании источников финансирования инвестиционного проекта.

Таким образом, экономический смысл показателя внутренней нормы доходности заключается в следующем: предприятие может принимать любые решения инвестиционного характера, уровень рентабельности которых не ниже текущего значения показателя W (или цены источника средств для данного проекта, если он имеет целевой источник). Именно с ним сравнивается показатель IRR , рассчитанный для конкретного проекта, при этом связь между ними такова:

Если $IRR > W$, то проект следует принять;

$IRR < W$, то проект следует отвергнуть;

$IRR = W$, то проект ни прибыльный, ни убыточный.

К достоинствам этого показателя можно отнести то, что он информативен и учитывает потерю ценности поступлений будущих периодов.

И.А.Бланк отмечает, что показатель «внутренняя норма доходности» является наиболее приемлемым для сравнительной оценки. При этом сравнительная оценка может осуществляться не только в рамках рассматриваемых инвестиционных проектов, но и в более широком диапазоне (например, сравнение внутренней нормы доходности по инвестиционному проекту с уровнем прибыльности используемых активов в процессе текущей хозяйственной деятельности компании; со средней нормой прибыльности инвестиций; с нормой прибыльности по альтернативному инвестированию — депозитным вкладам, приобретением государственных облигаций и т.п.).

Кроме того, каждый инвестор с учетом своего уровня инвестиционных рисков может установить для себя используемый для оценки проектов критериальный показатель внутренней нормы доходности.

Глава 4. Инвестиционно-строительная деятельность

4.1. Понятие и значение капитального строительства в инвестиционном процессе

Активизация повышения роли инвестиционно-строительной деятельности является одним из важнейших направлений продолжения проводимых экономических реформ в России. Инвестиционно-строительные процессы являются важнейшими элементами общественного производства. Без них невозможно воспроизводство. Это не только замена выбывающих в процессе естественного износа средств труда, но и увеличение мощностей производства и в том числе на более высоком качественном уровне, обеспечение нормальной жизни населения.

В соответствии с единым классификатором народного хозяйства (КОНХ) одной из крупнейших отраслей является капитальное строительство.

Капитальное строительство обеспечивает расширенное воспроизводство производственных мощностей и основных фондов для всего народного хозяйства. Оно вместе с машиностроением создает для всех отраслей основные фонды. Результатом или продукцией строительства являются здания и сооружения различного функционального назначения.

Основой для осуществления капитального строительства являются капитальные вложения. Они могут быть направлены на:

- новое строительство;
- реконструкцию действующего предприятия;
- техническое перевооружение производства;
- расширение действующего предприятия или какого-либо другого объекта;
- другие цели.

К новому строительству относится строительство комплекса объектов основного, подсобного и обслуживающего назначения вновь создаваемых предприятий и организаций, а также филиалов или отдельных производств на новых площадках по первоначально утвержденному проекту, которые после их ввода в эксплуатацию будут находиться на самостоятельном балансе.

Под расширением понимается строительство дополнительных производств, отдельных цехов на действующем предприятии и в организации. К расширению действующих предприятий и организаций относится также строительство новых филиалов и производств, которые после их ввода в эксплуатацию будут входить в состав действующего предприятия или организации.

Под реконструкцией действующих предприятий и организаций понимается полное или частичное переустройство существующих производств, цехов и других объектов, как правило, без расширения имеющихся зданий и сооружений основного назначения, связанное с совершенствованием производства и повышением его технико-экономического уровня в целях увеличения производственных мощностей.

Техническое перевооружение действующих предприятий и организаций — комплекс мероприятий по повышению технического уровня отдельных производств, цехов, участков на основе внедрения передовой техники и технологии, механизации и автоматизации производства, компьютеризации, модернизации и замены устаревшего, физически и морально изношенного оборудования новым, более производительным и экономичным, а

также мероприятия по совершенствованию деятельности общезаводского хозяйства и вспомогательных служб.

Основной целью реконструкции и технического перевооружения является повышение эффективности производства через его техническое перевооружение и, как следствие, за счет увеличения выпуска продукции, улучшения ее качества и снижения издержек производства.

Капитальные вложения и капитальное строительство тесно взаимосвязаны между собой. Капитальные вложения являются финансовым источником для осуществления капитального строительства. Капитальное строительство — одна из основных форм расширенного воспроизводства основных фондов.

Капитальное строительство — процесс создания производственных и непроизводственных основных фондов путем строительства новых, расширения, реконструкции, технического перевооружения и модернизации действующих объектов. С его помощью ведется реновация физически и морально изношенных основных фондов. Капитальное строительство охватывает все стадии создания основных фондов, начиная от проектирования объектов, кончая вводом их в действие. Решающими его стадиями являются осуществление комплекса строительно-монтажных работ (СМР), наладка и опробование установленного оборудования в работе и обеспечение ввода в действие строящихся объектов. Эта стадия осуществляется строительной индустрией как особой отраслью материального производства.

Капитальное строительство как отрасль материального производства включает проектно-изыскательские работы и научно-исследовательские, строительные и монтажные организации, предприятия стройиндустрии, производство строительных материалов и транспорт. Кроме того, в сфере капитального строительства участвуют разные отрасли национальной экономики, которые обеспечивают строительство металлом, металлоконструкциями, цементом, лесоматериалами, строительными машинами, средствами транспорта, топливом и энергоресурсами.

Капитальное строительство — сложный и длительный процесс.

Под длительностью цикла строительного производства объекта понимается период (время) от начала планировки строительной площадки до ввода его в эксплуатацию (апробирование в работе).

Общий цикл капитального строительства объекта — время от начала его проектирования до ввода в эксплуатацию (апробирование в работе).

Сокращение срока строительства имеет важное экономическое значение, так как оно приводит к более быстрой окупаемости капитальных вложений. Например, если строящийся объект предназначен для выпуска какой-либо продукции, то за счет сокращения срока

строительства будет произведен дополнительный объем продукции, после реализации которой, будет получена дополнительная прибыль.

В строительном процессе может быть выделено три этапа:

- 1) подготовка строительства;
- 2) собственно строительство;
- 3) реализация строительной продукции (сдача готового объекта строительства в эксплуатацию).

Подготовка строительства осуществляется по следующим направлениям:

- технико-экономические исследования целесообразности строительства объекта;
- проектирование объекта;
- инженерно-техническая подготовка к строительству.

Каждое направление имеет свои целевые задачи. В процессе технико-экономических исследований определяются основные технико-экономические показатели будущего объекта, и оценивается экономическая целесообразность 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, — выносятся опорная геодезическая сеть и строительная сетка, работы по подготовке территории строительной площадки, подъездных транспортных коммуникаций.

На этапе собственно строительства на строительной площадке происходит соединение всех технологических элементов строительного процесса, в результате функционирования которых создается строительная продукция. На этом этапе формируются совокупные фактические издержки строительного производства, материально-вещественные элементы зданий и сооружений, их структурно-строительная выразительность и качество.

На этапе реализации строительной продукции происходят ввод законченных строительством объектов в эксплуатацию и передача их заказчику как основных фондов.

Для улучшения взаимодействия основных элементов строительного производства разрабатывается технология создания строительной продукции, которая представляет собой совокупность знаний о способах и средствах проведения строительных процессов, сопровождающихся качественным изменением предметов труда (бетон, кирпич, металл, камень и др.).

Таким образом, под строительным процессом понимается совокупность взаимосвязанных основных, вспомогательных и обслуживающих технологических операций,

осуществляемых на строительной площадке, в результате взаимодействия которых создается строительная продукция.

4.2. Общая характеристика субъектов инвестиционно-строительной деятельности

В системе капитального строительства в качестве основных участников инвестиционного процесса обычно выступают организации, которые в соответствии с выполняемыми ими функциями именуются: инвестор, заказчик, застройщик, подрядчик и проектировщик.

Инвестор — субъект инвестиционной деятельности, осуществляющий из собственных или заемных средств финансирование строительного объекта. Инвестор имеет юридические права на полное распоряжение результатами инвестиций.

Инвестор определяет сферу приложения капитальных вложений (инвестиций); 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 качестве заказчика, кредитора, покупателя строительной продукции (объекта строительства), а также выполнять функции застройщика.

Заказчик — юридическое или физическое лицо, принявшее на себя функции организатора и управляющего по строительству объекта, начиная от разработки технико-экономического обоснования (ТЭО) и заканчивая сдачей объекта в эксплуатацию или выходом объекта строительства на проектную мощность.

Застройщик — юридическое или физическое лицо, обладающее правами на земельный участок под застройку. Он является землевладельцем. Заказчик в отличие от застройщика только использует земельный участок под застройку на правах аренды.

Подрядчик (генеральный подрядчик) — строительная фирма, осуществляющая по договору подряда или контракту строительство объекта.

Генеральный подрядчик отвечает перед заказчиком за строительство объекта в полном соответствии с условиями договора, проекта, требованиями строительных норм и правил, оговоренной стоимостью.

По согласованию с заказчиком он может привлекать на условиях субподряда к выполнению отдельных видов работ или для строительства отдельных объектов или сооружений субподрядные строительные, монтажные специализированные организации.

Ответственность за качество и сроки выполненных работ субподрядными организациями перед заказчиком несет генеральный подрядчик.

Проектировщик (генеральный проектировщик) — проектная или проектно-изыскательская и научно-исследовательская фирма, осуществляющая по договору или контракту с заказчиком разработку проекта объекта строительства.

Генеральный проектировщик для разработки специальных разделов проекта или проведения научных исследований может привлекать специализированные проектные или научно-исследовательские организации. Он несет полную ответственность за качество проекта, технико-экономические показатели объекта строительства, правильность выполнения подрядной организацией проектных решений. Для контроля за соблюдением проектных решений генеральная проектная организация осуществляет авторский надзор.

Таким образом, в инвестиционном процессе создания объекта участвует несколько, по существу, независимых организаций, имеющих разные целевые задачи в достижении своего экономического эффекта. Основной целевой задачей инвестора и заказчика являются сооружение объекта и ввод его в эксплуатацию при условии минимизации капитальных вложений в наиболее короткие сроки с целью получения дохода.

Главной целевой задачей подрядчика является достижение максимума прибыли и рентабельности работ. Эта цель может быть достигнута двумя путями: путем увеличения расценок СМР, т.е. путем удорожания строительства, или путем снижения затрат на основе внедрения достижений научно-технического прогресса.

Первый путь более легкий, но он находится в противоречии с главной задачей инвестора и заказчика — вводом объекта в эксплуатацию при минимизации капитальных вложений. Для преодоления указанных противоречий необходимы определенные стимулы, которые объединили бы интересы всех участников строительства в достижении главной цели.

Отсюда следует, что в системе капитального строительства организационные формы и организационные отношения между участниками инвестиционного процесса исключительно важны для достижения конечной цели строительства.

4.3. Организационные формы капитального строительства

В капитальном строительстве получили распространение в основном следующие два способа строительства: хозяйственный и подрядный, в том числе строительство объектов «под ключ».

При хозяйственном способе строительство объектов осуществляется собственными силами заказчика или инвестора.

Данный способ обычно применяют при реконструкции или расширении действующих предприятий, при строительстве небольших объектов на территории существующего предприятия, т.е. в тех условиях, когда не представляется возможным организовать равномерную загрузку строительных кадров, когда выполнение СМР во времени зависит от характера технологического процесса основного производства и имеет место неопределенность в предоставлении фронта работ. В таких условиях приходится выполнять небольшие по масштабам объемы работ различного профиля с неритмичной загрузкой рабочих. При этом требуется относительно небольшая численность рабочих, владеющих широким спектром специальностей.

При хозяйственном способе строительно-монтажные участки или управления, как правило, слабо оснащены высокопроизводительной специализированной техникой, невысок уровень квалификации рабочих, неритмичны строительные процессы, низок уровень производительности труда. Все это не способствует индустриализации строительства, созданию высококвалифицированных строительных коллективов.

Однако у этого способа имеются преимущества:

- сокращение времени на всевозможные согласования, связанные с привлечением подрядных строительных организаций;
- общая заинтересованность коллектива действующего предприятия и строительного управления в быстром и качественном осуществлении проводимых работ по реконструкции, перевооружению или расширению предприятия;
- единство руководства эксплуатации и строительства объекта.

При подрядном способе строительство объекта осуществляется постоянно действующими специальными строительными и монтажными организациями (подрядчиками) по договорам с заказчиком, которые имеют собственные материально-технические базы, средства механизации и транспорта, постоянные строительно-монтажные кадры соответствующих специальностей и опираются в своей деятельности на крупное механизированное промышленное производство строительных конструкций, деталей, полуфабрикатов.

Этот способ является основным. Он предполагает заключение между заказчиком и подрядчиком (генеральным подрядчиком) договора на весь период строительства до полного завершения стройки. Этот договор носит название генерального. В его развитие стороны заключают дополнительные соглашения на год.

Все взаимоотношения между участниками процесса строительства регулируются Правилами о договорах подряда на капитальное строительство, Правилами финансирования строительства и договорами подряда. В договоре оговариваются взаимные обязательства сторон и ответственность за их выполнение, порядок осуществления строительства, обеспечение материально-техническими ресурсами, регламентируются условия производства работ.

Заказчик представляет подрядчику площадку для строительства, своевременно передает ему утвержденную проектно-сметную документацию, обеспечивает финансирование, поставляет технологическое, энергетическое и другие виды оборудования. Он же проводит комплексное опробование оборудования с участием заинтересованных сторон, обеспечивает шеф-монтаж заводами-изготовителями, проводит наладку технологических процессов и вместе с генеральным подрядчиком обеспечивает ввод в действие производственных мощностей и объектов строительства.

В процессе строительства заказчик осуществляет технический надзор за ходом строительства, контроль за соответствием фактических объемов, стоимости и качества выполняемых работ, а также технических условий на производство и приемку работ. Обеспечивает приемку и оплату законченных строительством объектов и отдельных этапов работ, рассчитывается с подрядчиком за принятую законченную строительную продукцию.

В настоящее время развивается и форма строительства 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 сметной стоимости. Это повышает заинтересованность генподрядчика в более экономном расходовании установленного сметного лимита, т.к. полученная экономия поступает в его распоряжение, упрощается система связей, что способствует удешевлению и ускорению строительства.

4.4. Основные принципы и особенности ценообразования в капитальном строительстве

Становление и функционирование рыночной экономики осуществляется с соблюдением определенных принципов. Выявление и оценка степени их реализации позволяет как-то определиться и с уровнем развития рыночных отношений в стране, которая стала на этот путь.

Наиболее значимыми принципами в инвестиционно-строительной сфере являются:

1. Принцип рыночных форм ценообразования. Ценообразование при рыночном регулировании хозяйства в стране осуществляется в двух формах. Это свободные цены на большую часть товаров, работ и услуг, т.е. цена определяется на рынке, в процессе согласования интересов участников инвестиционно-строительной деятельности.

В ряде случаев цены на товары (работы, услуги) регулируются государством, хотя и устанавливаются они или производителями, или специальными комиссиями. Такая ситуация складывается в случае, если производители продукции по определенным критериям относятся к монополистам. Большей частью это организационные структуры естественных монополий.

2. Либерализация предпринимательской деятельности. Реализация этого принципа позволяет любому юридическому или физическому лицу заниматься любым видом деятельности, за исключением отдельных видов деятельности, запрещенных законом. В строительных организациях этот принцип к настоящему времени реализован почти полностью: ограничения имеют место только при проведении некоторых специальных строительно-монтажных работ.
3. Наличие различных форм собственности с преобладанием частной. Так, почти все строительные организации в РФ имеют частную и смешанную формы собственности, образованную в результате приватизации.

4. Демополизация и концентрация производства. Известно, что монополизм снижает конкурентность.

5. Открытость внутреннего и внешнего рынков, что, с одной стороны, увеличивает количество конкурентов для российских организаций, а, с другой, способствует заключению договоров на выполнение строительных работ российскими организациями и получению дополнительных средств.

6. Договорные формы взаимоотношений между хозяйствующими субъектами. Механизм поиска и закрепления в контрактах взаимоотношений сторон решается на основе проведения инвестиционных конкурсов и подрядных торгов.

7. Исключительное право собственника по регулированию деятельности хозяйствующих субъектов, когда собственник или непосредственно управляет деятельностью организации, или через своего посредника косвенно реализует свои желания с целью наиболее эффективно использовать свой капитал.

Строительные организации создаются и работают в следующих организационно-правовых формах: акционерных обществах, обществах с ограниченной ответственностью, производственных кооперативах и хозяйственных товариществах.

Механизм ценообразования в капитальном строительстве имеет специфические особенности, связанные с особенностями продукции строительства. Основными специфическими характеристиками продукции строительства являются:

- многообразие строительной продукции. Каждый объект строительства неповторим, даже в том случае, если объекты строятся по типовому проекту;

- территориальная закреплённость объекта строительства, которая обуславливает зависимость цены на продукцию строительства от стоимости земельного участка, на котором возводится здание. Кроме того, инвестор может и не приобретать земельный участок у застройщика, а взять его в долгосрочную аренду;

- территориальная закреплённость и природно-климатические факторы объекта строительства обуславливают ещё одну особенность ценообразования. Все земельные участки различаются между собой качеством земли, возможностью ее освоения. Поэтому технология строительства даже при возведении сооружений на основе типовых проектов будет различной, а, значит, и цена будет дифференцироваться;

- природно-климатические условия и строительство, которое всегда ведётся на открытом воздухе, предполагает различия в затратах на оплату труда и содержание персонала строительных организаций (неблагоприятные условия труда);

- состояние самого земельного участка под застройку, с одной стороны, позволяет инвестору сэкономить на стоимости строительства, а, с другой, может привести к его удорожанию. Например, реализация земли, получаемой при рытье котлована под строительство, позволяет снизить стоимость строительства, но могут возникнуть и дополнительные затраты, связанные с расчисткой участка под строительство;

- высокая материалоемкость продукции строительства, обуславливает необходимость систематически отслеживать цены на строительные материалы;

- длительность производственного цикла, предполагает необходимость учета фактора времени и динамики уровня инфляции в стране;

- в формировании цены на продукцию строительства принимают участие все участники инвестиционно-строительной деятельности, интересы их не всегда совпадают. Так, инвестор стремится минимизировать затраты, связанные со строительством; застройщик, проектировщик и подрядчик стремятся получить как можно больше прибыли, при выполнении работ для инвестора; потребитель строительной продукции желает приобрести ее по приемлемой для него цене. Поэтому цена на продукцию строительства будет зависеть от степени согласования интересов всех участников инвестиционно-строительной деятельности.

В целом определение стоимости строительства осуществляется:

— в составе технико-экономического обоснования инвестиционного проекта по капитальному строительству, результатом чего является предварительная расчетная стоимость проектируемого строительного объекта;

— в составе проектно-сметной документации определяется сметная стоимость строительства.

Сметная стоимость строительства представляет собой сумму денежных средств, необходимую для его осуществления в соответствии с проектом на строительство. Она определяется проектной организацией по поручению заказчика (инвестора) в ходе разработки проектной документации.

Сметная стоимость строительства в сметной документации инвестора рекомендуется приводить в двух уровнях цен:

— в базисном (постоянном) уровне, определяемом с помощью действующих сметных норм и цен;

— в текущем или прогнозном уровне, определяемом на основе цен, сложившихся к моменту составления сметы или прогнозируемых к периоду осуществления проекта.

Для определения сметной стоимости строительства составляется следующая документация:

1) в составе проекта: сводный сметный расчет стоимости строительства, сводка затрат (при необходимости), объектные и локальные сметные расчеты, сметные расчеты на отдельные виды затрат (в том числе на проектные и изыскательские работы);

2) в составе рабочей документации: объектные и локальные сметы.

Основание для определения сметной стоимости строительства служат:

— проект и рабочая документация, включающая чертежи, ведомости объемов строительных и монтажных работ;

— спецификации и ведомости на оборудование;

— основные решения по организации и очередности строительства, принятые в проекте организации строительства;

— пояснительные записки к проектным материалам;

— действующая сметно-нормативная база.

Результатом является сводные сметный расчет, в котором определяется сметный лимит средств, необходимых для полного завершения строительства всех объектов, предусмотренных проектом. Утвержденные сводный сметный расчет стоимости строительства служит основанием для определения лимита капитальных вложений и открытия финансирования строительства.

Сводный сметный расчет состоит из 12 глав:

1. Подготовка территории строительства.
 2. Основные объекты строительства.
 3. Объекты подсобного и обслуживающего назначения.
 4. Объекты транспортного хозяйства и связи.
 5. Объекты энергетического хозяйства.
 6. Наружные сети и сооружения водоснабжения, канализации, тепло— и газоснабжения.
 7. Благоустройство и озеленение территории.
 8. Временные здания и сооружения.
 9. Прочие работы и затраты.
 10. Содержание дирекции (технический надзор) строящегося сооружения и авторский надзор.
 11. Подготовка эксплуатационных кадров.
 12. Проектные и изыскательские работы.
- Итог.

После подведения итога в сводный расчет сметной стоимости строительства включается резерв средств на непредвиденные расходы и затраты, возникающие в процессе разработки рабочей документации или в ходе строительства при уточнении проектных решений или условий строительства.

Резерв устанавливается в процентах к итогу всех 12 глав в размере:

- не более 2% для объектов социальной сферы;
- не более 3% для объектов производственного назначения.

Резерв средств на непредвиденные расходы и затраты указывается в сводном сметном расчете отдельной строкой после итога по 12 главам.

После начисления суммы резерва подводится итог: «Всего по сводному сметному расчету». После чего указываются:

- 1) возвратные суммы (например, материалов, получаемых от разборки временных зданий и сооружений в размере 15% их сметной стоимости; материалов от попутной добычи и др.);
- 2) сумма налога на добавленную стоимость (НДС).

Таким образом формируется сметная стоимость строительства.

По экономическому содержанию структура сметной стоимости строительства складывается из:

- строительных работ;
- работ по монтажу оборудования;

— затрат на приобретение (изготовление) основного и вспомогательного технологического оборудования, мебели, инвентаря;

— прочие затраты, чаще всего включающие затраты на проектно-изыскательские, научно-исследовательские работы, на подготовку кадров, на содержание службы заказчика и др.

На практике строительные и монтажные работы объединяют в одну статью — строительно-монтажные работы. Их сметная стоимость определяется следующим образом:

$$\tilde{N}_{\pi} = \tilde{P} + \tilde{N} + \tilde{P}_n,$$

где \tilde{P} — прямые затраты, \tilde{N} — накладные расходы, \tilde{P}_n — сметная прибыль (плановые накопления) строительно-монтажной организации.

Прямые затраты включают:

— стоимость оплаты труда строительных рабочих, стоимость материалов, деталей и строительных конструкций;

— расходы по эксплуатации строительных машин и механизмов.

Этот вид затрат определяется прямым счетом на основе физических объемов по конструкциям, видам работ и сметных норм и цен.

Накладные расходы представляют собой часть стоимости строительно-монтажных работ, связанных с созданием общих условий строительного производства, его организацией, управлением и обслуживанием. Обычно они составляют 20% от величины прямых затрат.

Плановые накопления или сметная прибыль — это сумма средств, необходимая для покрытия отдельных (общих) расходов строительно-монтажных организаций, не относимых на себестоимость строительной продукции. Сметная прибыль является нормативной (гарантированной) частью цены строительной продукции. Она устанавливается по согласованию сторон и обычно находится на уровне 8% от суммы прямых затрат и накладных расходов.

Общая сметная стоимость объекта строительства ($\tilde{N}_{\text{об}}$) определяется по формуле:

$$\tilde{N}_{\text{об}} = \tilde{N}_{\text{об}} + \tilde{N}_{\text{доп}} + \tilde{N}_{\text{ио}}$$

где $\tilde{N}_{\text{об}}$ — стоимость необходимого оборудования; $\tilde{N}_{\text{доп}}$ — дополнительные затраты, связанные со строительством объекта (удорожание строительства из-за различных причин); $\tilde{N}_{\text{ио}}$ — прочие неучтенные затраты (на проектно-изыскательские работы, возвратные суммы и др.).

На практике для определения стоимости строительства применяются следующие методы.

1. Ресурсный метод основан на калькулировании в текущих (прогнозных) ценах и тарифах ресурсов (элементов затрат), необходимых для реализации проектного решения.

2. Ресурсно-индексный метод представляет собой сочетание ресурсного метода с системой индексов цен на ресурсы, используемые в строительстве.

3. Базисно-индексный метод основан на использовании текущих и прогнозных индексов цен по отношению к стоимости строительства, определенной в базисном уровне или в текущем уровне предшествующего периода.

4. Базисно-компенсационный метод основан на суммировании стоимости сметных цен, численных в базисном уровне и определяемых расчетами дополнительных затрат, связанных с ростом цен и тарифов на потребляемые строительные ресурсы.

4.5. Подрядные отношения в инвестиционно-строительной деятельности

Отношения участников инвестиционно-строительной деятельности оформляются договорами подряда. Договор подряда заключается с целью организационно-технического распределения и юридического закрепления обязанностей и ответственности участников инвестиционно-строительного процесса.

В зависимости от предмета договора различают следующие договоры подряда:

- на производство строительно-монтажных и проектно-изыскательских работ;
- на выполнение капитального ремонта;
- на выполнение научно-исследовательских работ;
- на выполнение опытно-конструкторских работ;
- на выполнение пусконаладочных работ и др.

В строительной практике наиболее известными являются следующие договоры подряда.

1. Комплексные (генеральные) договоры. Они заключаются на выполнение строительных и инженерных работ, на поставку оборудования, в том случае если подрядчик берет на себя ответственность за комплекс работ и поставок. Подрядчик (генеральный подрядчик) по комплексному договору принимает на себя координацию всего комплекса работ, за которые несет ответственность перед заказчиком (инвестором).

2. Прямые отдельные договоры. Они заключаются на выполнение определенных объемов строительных или специальных инженерных работ на отдельных объектах, составляющих часть строительного комплекса, с поставкой или без поставки материалов и оборудования. По отдельному договору подрядчик несет ответственность только по своим прямым обязательствам, за свои работы и услуги.

3. Договоры «под ключ». Они заключаются в случае, когда подрядчик принимает на себя выполнение всего комплекса работ и поставок по данному объекту строительства и несет ответственность за сдачу его в эксплуатацию в установленный договором срок.

Договора подряда могут заключаться:

1. На конкурсной основе, когда стоимость строительства определяется по законченному проекту и имеет твердую цену. При этом условия конкурса устанавливаются заказчиком (инвестором). Такой механизм заключения договоров выгоден как заказчику, так и подрядчику. Заказчик (инвестор) имеет возможность из множества предложений подрядчиков выбрать наиболее привлекательный для него по параметрам стоимости и продолжительности строительства. Для подрядчика выгода в том, что размер прибыли по договору фиксирован, и он имеет возможность получить дополнительную выгоду при экономии затрат на строительно-монтажные работы.

2. На основе переговоров заказчика (инвестора) и подрядчика. В данной ситуации может быть два варианта установления договорной цены.

Суть первого заключается в том, что расходы генерального подрядчика возмещаются по следующей схеме: сметная стоимость плюс оплата оправданных перерасходов и плюс сумма гарантированной прибыли. В данном случае подрядчик застрахован от повышения цен.

Суть второго варианта установления договорной цены заключается в том, что заказчиком (инвестором) осуществляется возмещение расходов подрядчика по фактической стоимости и гарантируется фиксированная прибыль. Такой вариант наиболее выгоден подрядчику.

3. Заключение договоров в процессе подрядных торгов.

В России работа по развитию системы подрядных торгов начала проводиться в основном с 1992 года. В 1993 году была образована межведомственная комиссия по подрядным торгам. С февраля 1998 года начал выходить информационно-аналитический бюллетень «Конкурсные торги».

Межведомственная комиссия по подрядным торгам осуществляет следующие функции:

- правовое и методическое обеспечение подрядных торгов;
- координацию разработки тендерного законодательства на основе анализа и обобщения процесса перехода строительства на систему подрядных торгов;
- содействие созданию системы информационного обеспечения торгов и сети инженерно-консультационных фирм;
- консультирование по вопросам проведения подрядных торгов.

Основными элементами системы организации подрядных торгов являются следующие.

Подрядные торги — это форма размещения заказов на строительство, предусматривающая выбор подрядчика для выполнения работ и оказания услуг на основе конкурса.

Объявление о торге — это информация о месте и времени проведения подрядных торгов, и характеристика основных условий его проведения.

Участник торгов — лицо, имеющее право принимать участие в торгах, в их подготовке, проведении, утверждении результатов торгов.

Заказчик — лицо, для которого строится, реконструируется или оснащается объект торгов.

Организатор торгов — лицо, которому заказчиком поручено проведение торгов.

Лот работ подрядного торга — часть или весь объем работ, выставляемый на торг, которые не может быть изменен при проведении торгов.

Тендерная документация — комплект документов, содержащих исходную информацию обо всех коммерческих, организационных и иных характеристиках объекта торгов, об условиях и процедуре торгов.

Тендерный комитет — постоянный или временный орган, создаваемый заказчиком или организатором для организации и проведения торгов.

Тендер — конкурсная форма проведения подрядных торгов, представляющая собой соревнование представленных претендентами ofert с точки зрения их соответствия критериям, содержащимся в тендерной документации.

Претендент — лицо, решившее принять участие в торгах до момента регистрации ofert.

Оферта — предложение заключить контракт в отношении конкретного предмета торгов на условиях, определяемых в тендерной документации.

Оферент — лицо, от имени которого представлена оферта.

Подрядные торги могут проводиться при размещении заказов на:

- 1) строительство предприятий, зданий, сооружений производственного и непроизводственного назначения;
- 2) выполнение проектных, инженерно-изыскательских, конструкторских, строительных, монтажных, пусконаладочных и других видов работ;
- 3) поставку технологического оборудования;
- 4) управление проектом, консультирование и надзор за ходом строительства;
- 5) или их сочетания.

В зависимости от способа проведения подрядные торги могут быть:

1. Открытыми, когда в торгах принимают участие все желающие.

2. Закрытыми, когда торги проводятся с участием заранее определенных инвестором фирм, которым направляются соответствующие извещения об условиях торгов.

В подрядных торгах могут принимать участие государственные, частные и другие организации, имеющие лицензии и сертификаты на проектирование и производство строительно-монтажных работ, а также предприятия-изготовители оборудования, посреднические организации и иностранные фирмы.

Для подготовки и проведения торгов разрабатывается тендерная документация следующего состава:

- технические и коммерческие условия торгов;
- формы тендерных документов, представляемых участниками торгов с требованиями по их заполнению;
- спецификации и чертежи;
- критерии оценки предложений участников торгов;
- порядок заключения договора по результатам торгов.

Определяются также сроки подачи заявлений участниками торгов, способ проведения торгов (открытый или закрытый). Заказчик (инвестор) или комиссия по его поручению объявляет о сроках проведения торгов и распространяет всю необходимую информацию об их проведении либо в печати, либо путем рассылки потенциальным участникам.

При прочих равных условиях цены контракта при проведении торгов находятся в прямой зависимости от числа участников подрядных торгов. Так, в гражданском строительстве США увеличение числа участников торгов с 2-3— до 8, обеспечивает снижение капитальных вложений инвестора примерно на 20-25%. Эта экономия оправдывает все затраты на подготовку и проведение подрядных торгов. В России сумма экономии несколько меньше, и в ряде случаев достигает 10% от стоимости объекта строительства.

Глава 5. Инвестиционные качества ценных бумаг

5.1. Ценные бумаги как объект финансовых инвестиций

В общем виде под финансовыми инвестициями понимается вложение средств в различные финансовые активы, наибольшую долю среди которых, как правило, занимают вложения в ценные бумаги. Поэтому понятие «финансовые инвестиции» в экономической литературе отождествляют с понятием «портфельные инвестиции», которые можно определить как целенаправленно сформированную совокупность вложений в ценные бумаги.

В соответствии с главой 7 Гражданского кодекса РФ под ценной бумагой понимается документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении.

Ценные бумаги играют огромную роль в инвестиционном процессе. С их помощью денежные сбережения физических и юридических лиц превращаются в реальные материальные объекты, оборудование и технологию. Каждый вид ценных бумаг занимает определенное место, выполняет свою специфическую функцию.

Финансовое инвестирование в самом общем плане рассматривается, как форма использования временно свободных денежных средств и может осуществляться предпринимательской фирмой в трех основных формах:

- вложение денежных средств в ценные бумаги;
- вложение денежных средств в доходные виды денежных инструментов;
- вложение денежных средств в уставные фонды других предприятий и организаций.

Первая форма является наиболее распространенной формой финансового инвестирования. Она предполагает вложение денежных средств в различные виды ценных бумаг, свободно обращающихся на фондовом рынке.

Вложение временно свободных денежных средств в ценные бумаги, как правило, осуществляется либо с целью получения дополнительной прибыли, либо с целью установления финансового контроля за деятельностью других компаний, путем приобретения акций этих компаний.

Вторая форма финансового инвестирования — вложение капитала в доходные виды денежных инструментов — направлена, прежде всего, на эффективное использование временно свободных денежных средств предпринимательской фирмы. Основным видом денежных инструментов инвестирования в современных российских условиях хозяйствования является депозитный вклад в кредитных организациях. Особенностью этой формы инвестирования является ее краткосрочный характер.

Вложение денежных средств в уставные фонды других предприятий и организаций в какой-то степени можно сравнить с реальным инвестированием, хотя данная форма инвестирования более оперативна и менее капиталоемка. Основной целью вложения капитала в уставные фонды других компаний является возможность финансового влияния на эти компании и обеспечения, таким образом, стабильности работы самой предпринимательской фирмы.

Выделяют следующие основные этапы инвестирования в финансовые активы:

- выбор инвестиционной политики;
- анализ ценных бумаг;
- формирование портфеля ценных бумаг;
- пересмотр портфеля ценных бумаг;
- оценка эффективности портфеля ценных бумаг.

Выбор конкретной формы финансового инвестирования осуществляется предпринимательской фирмой, самостоятельно исходя из планируемого объема денежных средств, выделяемых на эти цели, а также с учетом целей, которые ставит перед собой фирма, осуществляя данное инвестирование.

5.2. Общая характеристика ценных бумаг

Направленность финансовых инвестиций предпринимательских фирм в современных условиях хозяйствования в основном ориентируется на фондовые инструменты, т.е. ценные бумаги. Инвестиции в ценные бумаги составляют в среднем 80% общего объема финансовых инвестиций фирм. Это определяет необходимость более подробной характеристики ценных бумаг.

Ценная бумага — финансовый инструмент, удостоверяющий имущественное право или отношение займа владельца документа лицу, выпустившему такой документ (эмитенту). Иными словами, ценная бумага — это особая форма существования капитала наряду с его существованием в денежной, производительной и товарной формах. Суть ее состоит в том, что у владельца капитала сам капитал отсутствует, но имеются права на него, зафиксированные в форме ценной бумаги.

Ценная бумага выполняет ряд общественно значимых функций:

- перераспределяет денежные средства (капиталы) между отраслями и сферами экономики, территориями и странами;
- предоставляет определенные дополнительные права ее владельцам, помимо права на капитал, например, право на участие в управлении, право на первоочередное получение соответствующей информации;
- обеспечивает получение дохода на капитал и (или) сохранение и возврат самого капитала.

Ценные бумаги классифицируются по многим признакам (таблица 4). Рассмотрим классификацию ценных бумаг в зависимости от присущих им инвестиционных качеств.

Таблица 4.

Классификация видов ценных бумаг

Классификационный признак	Виды ценных бумаг
По сроку существования (когда выпущена в обращение и на какой период)	— срочные, имеющие срок: а) краткосрочные, до 1 года; б) среднесрочные, более 1 года (до 5-10 лет); в) долгосрочные (до 20-30 лет); — бессрочные, у которых срок не регламентирован
По происхождению	— первичные; — вторичные
По форме существования	— бумажные (документарные); — безбумажные (бездокументарные). Это чаще всего именная ценная бумага, так как в электронной памяти она зарегистрирована на определенное юридическое или физическое лицо
По национальной принадлежности	— отечественные; — иностранные
По типу использования	— инвестиционные (капитальные), когда ценная бумага является объектом для вложения капитала (акции, облигации и др.); — неинвестиционные, то есть ценные бумаги, которые обслуживают денежные расчеты на товарных и других рынках (векселя, чеки и др.)
По порядку владения	— предъявительские, когда ценные бумаги не фиксируют имя владельца, ее обращение осуществляется путем простой передачи от одного лица другому; — именная ценная бумага содержит имя владельца и регистрируется в реестре. Если именная ценная бумага передается другому лицу путем совершения передаточной надписи (индоссамента), то она называется ордерной ценной бумагой
По форме выпуска	— эмиссионная ценная бумага, то есть выпускаемая отдельными сериями, внутри которых все ценные бумаги одинаковы по своим характеристикам; — неэмиссионная ценная бумага, то есть индивидуальная (выпускается поштучно или небольшими сериями)
По форме собственности	— государственные ценные бумаги (обычно различные виды облигаций); — негосударственные ценные бумаги, это ценные бумаги, которые выпускаются в обращение корпорациями (компаниями, банками, акционерными обществами и др.) и даже частными лицами
По характеру обращаемости	— рыночные (свободно обращающиеся), их основная масса; — нерыночные, когда обращение ограничено и ценную бумагу нельзя продать никому, кроме того, кто ее выпустил, и то через оговоренный срок
По уровню риска	— безрисковые; — малорисковые; — рискованные
По наличию дохода	— доходные; — бездоходные, когда при выпуске ценных бумаг не

	оговаривается размер дохода ее владельцу
По форме вложения капитала (инвестируется капитал в долг или для приобретения прав собственности)	<p>— долговые, если ценная бумага выпускается на ограниченный срок с последующим возвратом вложенных средств (облигации, банковские сертификаты, векселя и др.);</p> <p>— владельческие долевые, такие ценные бумаги дают право собственности на соответствующие активы (акции, варранты, коносаменты и др.)</p>
По экономической сущности	<p>— акция, посредством которой осуществляется единоличный вклад в уставный капитал акционерного общества с вытекающими из этого правами;</p> <p>— облигация, представляет собой единичное долговое обязательство на возврат вложенной денежной суммы через установленный срок с уплатой или без уплаты определенного дохода;</p> <p>— банковский сертификат — свободно обращающееся свидетельство о депозитном (сберегательном) вкладе в банк с обязательством последнего выплаты этого вклада и процентов по нему через установленный срок;</p> <p>— вексель — письменное денежное обязательство должника о возврате долга, форма и обращение которого регулируется специальным законодательством — вексельным правом;</p> <p>— чек — письменное поручение чекодателя банку уплатить чекополучателю указанную в нем сумму денег;</p> <p>— коносамент — документ (контракт) стандартной (международной) формы на перевозку груза, удостоверяющий его погрузку, перевозку и право на получение;</p> <p>— варрант:</p> <p>а) документ, выдаваемый складом и подтверждающий право собственности на товар, находящийся на складе;</p> <p>б) документ, дающий его владельцу преимущественное право на покупку акций или облигаций какой-либо компании в течение определенного срока времени по установленной цене;</p> <p>— опцион — договор, в соответствии с которым одна из сторон имеет право, но не обязательство, в течение определенного срока продать (купить) у другой стороны соответствующий актив по цене, установленной при заключении договора, с уплатой за это право определенной суммы денег, называемой премией;</p> <p>— фьючерсный контракт — стандартный биржевой договор купли-продажи биржевого актива через определенный срок в будущем по цене, установленной в момент заключения сделки</p>

Ценная бумага обладает определенным набором характеристик (признаков), которые можно объединить в группы:

- временные характеристики;
- пространственные характеристики;

- рыночные характеристики.

Временные характеристики:

- срок существования ценной бумаги: когда выпущена в обращение, на какой срок или бессрочно;
- происхождение: ведет ли начало ценная бумага от своей первичной основы (товар, деньги) или от других ценных бумаг.

Пространственные характеристики:

- форма существования: бумажная (документарная) или безбумажная (бездокументарная) форма;
- национальная принадлежность: ценная бумага отечественная или иностранная;
- территориальная принадлежность: в каком регионе страны выпущена данная ценная бумага.

Рыночные характеристики:

- тип актива, лежащего в основе данной ценной бумаги, или ее исходная основа (товар, деньги, совокупные активы фирмы и др.);
- форма выпуска: эмиссионная или неэмиссионная (индивидуальная);
- форма собственности и вид эмитента: государство, корпорации, частные лица;
- характер обращаемости: свободно обращаются на рынке или есть ограничения;
- экономическая сущность с точки зрения вида прав, которые предоставляет ценная бумага;
- уровень риска: высокий, низкий и т.д.;
- наличие дохода: выплачивается ли по данной ценной бумаге какой-то доход или нет;
- форма вложения средств: инвестируются ли деньги в долг или для приобретения прав собственности.

Анализ характеристик ценных бумаг осуществляется с целью оценки инвестиционных качеств ценной бумаги. Чтобы получить комплексную оценку инвестиционной привлекательности ценной бумаги, предпринимательская фирма должна также получить сведения об отрасли, в которой осуществляет свою деятельность эмитент; о порядке эмиссии; выяснить, чем занимается эмитент; проанализировать основные показатели хозяйственной деятельности и финансового состояния эмитента и т.п. Такую информацию можно найти в проспекте эмиссии ценных бумаг, финансовой отчетности эмитента, биржевых бюллетенях и обзорах.

Ценные бумаги, их выпуск и обращение, имеют большое значение для экономики страны:

1. Ценные бумаги выступают инструментом инвестирования временно свободных денежных средств инвесторов (юридических и физических лиц).

2. Эмиссия и размещение ценных бумаг является эффективным способом мобилизации ресурсов для развития производства.

3. Ценные бумаги выступают инструментом при обслуживании товарного и денежного обращения юридических и физических лиц.

4. Складывающиеся на рынке ценных бумаг курсы (рыночные цены) являются индикатором изменений в экономической, политической и социальной жизни страны.

Таким образом, основными инвестиционными качествами ценных бумаг являются их доходность, риск и ликвидность. Основной целью инвестирования является получение дохода, при этом необходимо учитывать риск вложения капитала и ликвидность объекта вложения, так как при необходимости мобилизации финансовых ресурсов инвестор должен иметь возможность быстро преобразовать вложенный капитал в денежную форму. Кроме того, ликвидность важна при управлении совокупностью ценных бумаг, находящихся в руках у инвестора.

5.3. Инвестиционные качества долевых ценных бумаг

Как было отмечено выше, долевые (имущественные) ценные бумаги представлены в форме акций акционерных обществ.

Акция — это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества (АО) в виде дивидендов, на участие в управлении АО и на часть имущества, остающегося после его ликвидации.

Признаки классификации акций играют разную роль в процессе их выбора как объекта инвестирования (таблица 5). Наиболее существенное значение для инвестора с позиций различия их инвестиционных качеств играет деление акций на простые и привилегированные.

Риск пользования обыкновенными акциями уравнивается тем, что доходы по ним не фиксируются, а представляют собой соответствующую долю прибыли. На практике это означает, что при убыточном бизнесе на владельцев обыкновенных акций ложится основная часть убытков, а при удачном — основная масса прибыли.

Таблица 5.

Классификация видов акций

Признаки классификации	Виды акций
По особенностям регистрации и обращения	<ul style="list-style-type: none"> - — именные; - — на предъявителя.
По характеру обязательств	<ul style="list-style-type: none"> - — простые; - — привилегированные.
По формам собственности эмитента	<ul style="list-style-type: none"> - — государственных компаний; - — негосударственных компаний.
По региональной принадлежности	<ul style="list-style-type: none"> - — отечественных эмитентов; - — зарубежных эмитентов.

Основой для реализации прав по обыкновенной акции служит ее номинальная стоимость (или номинальная цена). Она всегда указывается на лицевой стороне акции. Номинальная цена акции является не столько ее фактической ценой, сколько показателем закрепленного за ее владельцем объема прав. Что касается купли-продажи акций, то номинальная стоимость очень редко используется в этих целях. Как правило, это бывает при первом появлении акций, т.е. при их первичной распродаже. Затем действуют балансовая стоимость и рыночные цены.

Рыночная цена акции может сколь угодно отличаться от ее номинальной стоимости. Она складывается из усредненных общественных представлений о перспективности и надежности того бизнеса, который эти акции финансирует. Вторым, не менее важным, обстоятельством является конкуренция на рынке ценных бумаг, количество других более привлекательных предложений.

Простые акции обладают следующими основными преимуществами:

- по ним возможно получение более высоких дивидендов в периоды эффективной деятельности АО;
- владельцы этих акций имеют возможность прямого влияния на хозяйственный процесс путем участия в управлении АО;
- ликвидность простых акций на фондовом рынке более высокая, чем привилегированных;
- доходы по этим акциям увязаны с темпами инфляции в стране;
- владельцы акций имеют возможность участвовать в разработке дивидендной политики АО.

Вместе с тем этим акциям присущи следующие недостатки:

- нестабильность доходов компании существенным образом влияет на размер выплачиваемых ею дивидендов;
- при неэффективной деятельности АО дивиденды по ним могут быть не выплачены;
- при банкротстве и ликвидации АО владелец простых акций может потерять инвестированный в них капитал частично или полностью;
- простые акции не защищены ни от систематического (рыночного) риска, ни от несистематического (специфического) риска.

Привилегированные акции также обладают преимуществами:

- они обеспечивают их владельцу стабильный доход в виде заранее оговоренного размера дивидендов;
- выплата по этим акциям осуществляется вне зависимости от результатов хозяйственной деятельности АО в отчетном периоде;
- привилегированные акции полностью защищены от систематического риска и частично — от несистематического.

Однако этим акциям присущи и недостатки:

- в периоды эффективной деятельности АО уровень дивидендных выплат по ним может быть ниже, чем по простым акциям;
- владельцы этих акций лишены права участия в управлении АО;
- реальный дивидендный доход по этим акциям практически не увязан с темпами инфляции в стране;
- эти акции менее ликвидны в сравнении с простыми акциями.

Для инвестора имеет значение, какую прибыль приносит акция в данный момент времени и каковы перспективы получения прибыли в будущем. Величина получаемых дивидендов, а также разница в цене покупки и продажи являются двумя составляющими, которые определяют доход по акциям.

Причинами распространенности акций на фондовом рынке являются те инвестиционные качества, которые делают выгодным вложение капитала в их приобретение. Таким образом, инвестора в акциях привлекают следующие ее качества:

1. Право голоса в обмен на вложенный в акции капитал (право на участие в управлении).
2. Право на доход, то есть на получение части чистой прибыли акционерного общества в форме дивидендов.
3. Прирост капитал, связанный с ростом курсовой стоимости акции на фондовом рынке.

4. Дополнительные льготы, которые предоставляет акционерное общество своим акционерам.

5. Право преимущественного приобретения последующих выпусков акций.

6. Право на часть имущества акционерного общества, остающегося после его ликвидации.

Доход по акции складывается из дивидендных выплат и разницы в курсовой стоимости акций.

Эффективность инвестиций в акцию можно выразить относительной величиной:

$$\dot{Y} = \frac{D_1 - D_0 + \ddot{A}}{D_0},$$

где D — цена покупки акции; \bar{D} — цена продажи; \ddot{A} — дивиденды, полученные за время владения акцией.

На цену акции влияет множество факторов, среди которых наиболее существенным является предполагаемый размер дивидендных выплат. К прочим факторам относятся: доверие к корпорации, эмитировавшей акции, прогнозирование ее дальнейшего развития, уровень рыночного судного процента и т.д.

Фактическая рыночная цена акции, выраженная в процентах, называется курсовой стоимостью, или курсом. Для расчета курса акций (K_a) применяют следующую формулу:

$$\hat{E}_a = \frac{\tilde{N}_a}{\tilde{N}_r} \cdot 100,$$

где \tilde{N}_a — ставка дивиденда; \tilde{N}_r — ставка банковского процента.

При этом:

$$\tilde{N}_a = \frac{\ddot{A}}{\dot{I}} \cdot 100,$$

где \ddot{A} — абсолютная величина дивиденда на акцию; \dot{I} — номинал акции.

Определить рыночную цену обыкновенных акций — дело сложное. Во-первых, потому, что дивиденд по обыкновенным акциям заранее не объявляется и можно исходить лишь из предположения о его предстоящем уровне. Во-вторых, на выплату дивидендов идет только часть чистой прибыли АО, другая часть в виде нераспределенной прибыли остается в компании и используется на развитие производства. И чем больше чистая прибыль, тем больше потенциал роста прибыли АО в будущем. По существу, нераспределенная прибыль является для акционеров капитализированным дивидендом, и ее увеличение ведет к росту балансовой стоимости и рыночной цены акции. А рост рыночной цены акции равносителен тому, что акционер помимо дивидендов получает доход в виде разности рыночной цены

акции конца и начала рассматриваемого периода. Падение рыночной цены акции будет свидетельствовать о понесенных акционером убытках.

Кроме того, поскольку вложение средств в обыкновенные акции — дело более рискованное, чем вложение в привилегированные акции, то должна быть увеличена плата за риск, а, следовательно, увеличивается и уровень приемлемой нормы прибыли для данного типа вложений.

На рыночную цену акций оказывает влияние и время совершения сделки. Чем ближе дата выплаты дивидендов, тем выше должен быть курс акций. Однако по обыкновенным акциям невозможно рассчитать распределение прибыли между продавцом и покупателем в зависимости от времени заключения сделки, так как неизвестна величина самой прибыли. Что касается привилегированных акций, то здесь расчет доли продавца и покупателя может быть осуществлен тем же способом, как это делается для облигаций, а об этом далее.

Все это следует принимать во внимание при вложении средств в покупку акций. Однако рыночная цена акций во многом будет определяться соотношением спроса и предложения, поведением на фондовом рынке крупных дилеров, которые в разные периоды времени могут вести игру на повышение или понижение курса определенного вида ценных бумаг.

Инвестиционная доходность за период владения акцией (из расчета годовых) может быть вычислена по формуле:

$$\dot{Y} = \frac{D_1 - D_0 + \ddot{A}}{D_0} \cdot \frac{3}{\ddot{O}} \cdot 6,$$

где \ddot{O} — период владения акцией (в днях).

Может случиться и так, что цена продажи может оказаться ниже цены покупки, да и дивиденды за период владения акцией не будут выплачены. В этом случае инвестор понесет чистый убыток, а инвестиционная доходность будет отрицательной.

Дивиденд — доход, который может получить акционер за счет части чистой прибыли текущего года АО, которая распределяется между держателями акций в виде определенной доли их номинальной стоимости, то есть через дивиденд реализуется право акционера на участие в прибыли, получаемой АО.

Дивиденд может выплачиваться деньгами или иным имуществом по усмотрению АО (акциями). Сроки выплаты дивидендов устанавливаются АО и могут быть годовыми и промежуточными. Размер годового дивиденда не может быть больше того, который рекомендован советом директоров АО, но и не меньше промежуточных дивидендных выплат. При выплате дивидендов соблюдаются следующие приоритеты: сначала

производятся дивидендные выплаты собственникам привилегированных акций, а затем собственникам обыкновенных акций.

На размер дивидендных выплат оказывают влияние такие факторы, как условия выплаты, размер чистой прибыли, направляемый на выплату дивидендов, пропорции распределения прибыли на потребление и накопление.

В целом доходность от вложения капитала в приобретение акций определяется: размером дивидендных выплат, колебанием рыночных цен на акции АО, уровнем инфляции, налоговым климатом и др.

5.4. Инвестиционные качества долговых ценных бумаг

Облигация — 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 — это такая ценная бумага, которая удостоверяет отношения займа между ее владельцем (кредитором) и лицом, выпустившим ее (заемщиком).

Облигация — это инвестиционная ценная бумага, которая удостоверяет такие моменты, как факт предоставления владельцем бумаги денежных средств эмитенту; обязательство эмитента вернуть долг через определенное время; право инвестора получать в виде вознаграждения за предоставленные денежные средства определенный процент от номинальной стоимости облигации.

В чем же различие акций и облигаций как объектов инвестирования?

Во-первых, в отличие от дивидендов по акциям, которые существенно варьируют во времени, а могут и не выплачиваться совсем, процент по облигациям остается постоянным или изменяется незначительно. Проценты по облигациям выплачиваются в установленные сроки независимо от прибыли и финансового состояния эмитента до выплаты дивидендов по акциям.

Во-вторых, держатели облигаций имеют преимущественное право на распределяемую прибыль и активы эмитента при его ликвидации по сравнению с владельцами акций.

Третьей особенностью облигации является выплата процентов в течение строго определенного срока, оговоренного условиями займа, акции же приносят доход не ограниченное время.

Четвертое. Покупая акцию, инвестор становится одним из собственников акционерного общества, а покупая облигацию — его кредитором.

И, в-пятых, собственник акций имеет право голоса при принятии управленческих решений АО, облигация такого права не дает.

Облигации, обращающиеся на отечественном фондовом рынке, классифицируются по ряду признаков (таблица 6).

Таблица 6.

Классификация облигаций

Признаки классификации	Виды облигаций
По видам эмитентов	облигации внутреннего государственного займа; облигации внутренних местных займов; облигации предприятий.
По сроку погашения	рентные; пролонгированные; промежуточные.
По особенностям регистрации и погашения	именные; на предъявителя.
По формам выплаты доходов	процентные; беспроцентные.
По региональной принадлежности эмитента	облигации отечественных эмитентов; облигации зарубежных эмитентов.

Перечисленные признаки классификации играют разную роль в процессе выбора облигаций как объекта инвестирования.

Деление облигаций по видам эмитентов имеет существенное значение для инвесторов, прежде всего с позиции уровня их риска. Наименее рискованными являются облигации внутреннего государственного займа, — в ряде стран с развитой рыночной экономикой они служат эталоном безрисковых инвестиций. Наибольшим уровнем риска в данной группе обладают облигации предприятий. Соответственно дифференцируется и уровень доходов по этим облигациям: наибольший доход обычно предлагается по облигациям предприятия.

Деление облигаций по сроку погашения определяет те же инвестиционные особенности, что и в предыдущем случае. Чем больше срок погашения облигаций, тем больше риск инфляции. По уровню риска для инвестора наиболее предпочтительны краткосрочные облигации. Рентная облигация — это бессрочная облигация, не имеющая фиксированной даты погашения. Особенностью пролонгированной облигации является то, что она не погашается по истечении срока ее погашения, а пролонгируется и продолжает приносить прибыль инвестору. Промежуточная облигация или временная облигация — это

облигация, выпускаемая на период эмиссии постоянных облигаций с целью удовлетворения потребности эмитента в капитале.

Деление облигаций по формам выплаты доходов представляет для инвестора интерес с точки зрения целей инвестирования. Если такой целью является рост текущего дохода, то в наибольшей степени ее удовлетворяют процентные облигации с периодическими выплатами суммы процента (купонные облигации).

Если же целью инвестирования является рост капитала в более отдаленном периоде, то в этом случае предпочтительными могут оказаться облигации беспроцентные (эти облигации предусматривают также выплату дохода по ним в виде определенного товара или услуги).

Остальные признаки классификации облигаций играют менее значимую роль в оценке их инвестиционных качеств.

Порядок выпуска облигаций АО регламентируется ФЗ «Об акционерных обществах», в соответствии с которым эмитент, для выпуска облигаций, должен выполнить следующие условия:

- номинальная стоимость всех выпущенных акционерным обществом облигаций не должна превышать размер уставного капитала АО, либо величину обеспечения, предоставленного АО третьими лицами для целей выпуска;
- выпуск облигаций допускается только после полной оплаты его уставного капитала;
- выпуск облигаций без обеспечения допускается на третьем году существования акционерного общества (не ранее) и при условии утверждения двух годовых балансов.

Выпуск облигаций используется АО как средство привлечения капитала для финансирования определенных программ, когда собственники капитала (акционеры) хотят увеличить масштабы своей деятельности и в то же время не допустить «размывания» акционерного капитала за счет привлечения капиталов новых акционеров. Преимущество эмиссии облигаций как источника финансирования инвестиционных проектов заключается в том, что дополнительные финансовые ресурсы привлекаются без вмешательства в управление делами акционерного общества.

Проценты по облигациям рассчитываются по отношению к их номиналу и могут выплачиваться раз в квартал, полугодие или год.

Облигация имеет номинал (или номинальную цену), эмиссионную цену, курсовую цену и цену погашения.

Номинальная цена — это величина в денежных единицах, которая обозначена на облигации. Как правило, облигации выпускаются с достаточно высоким номиналом. Например, в США чаще всего выпускаются облигации с номиналом 1000 долл.

Эмиссионная цена облигации — это та цена, по которой происходит продажа облигаций их первым владельцам. Эмиссионная цена может быть равна, меньше или больше номинала. Это зависит от типа облигации и условий эмиссии.

Цена погашения — это та цена, которая выплачивается владельцам облигаций по окончании срока займа. В большинстве выпусков цена погашения равна номинальной цене, однако, она может и отличаться от номинала.

Курсовая цена — это цена, по которой облигации продаются на вторичном рынке. Если каждая облигация имеет строго определенную номинальную цену, цену погашения и эмиссионную цену, уровень которых зафиксирован при выпуске займа, то курсовая цена претерпевает значительные изменения в течение срока жизни облигации.

Уровень доходности облигации зависит от величины процентной ставки, цены приобретения и погашения облигации.

Если облигация приобретена по номиналу и погашается по номиналу, то доходность такой облигации равна процентной (купонной) ставке.

Облигация, купленная по цене ниже номинала и погашаемая по номиналу или выше номинала, имеет доходность выше, чем купонная ставка.

Если цена приобретения облигации выше номинала, а погашение происходит по номиналу, то такая облигация имеет уровень доходности ниже купонной ставки.

Большинство долгосрочных облигаций приносят их владельцам фиксированный процентный доход. Если доход выплачивается один раз в год, то инвестиционная доходность (\ddot{A}) определяется по формуле:

$$\ddot{A} = \frac{\ddot{I}}{\dot{E}},$$

где \ddot{I} — величина процентных выплат в денежных единицах; \dot{E} — цена приобретения облигации.

Если выплаты по облигации производятся несколько раз в год, то инвестиционная доходность в разные периоды года может оказаться неодинаковой. Тогда инвестиционная доходность за каждый период выплат может быть определена по формуле:

$$\ddot{A} = \frac{\ddot{I}}{\dot{E}} \cdot \frac{360}{\dot{O}},$$

где \dot{O} — число дней оплачиваемого периода.

Когда происходит эмиссия облигаций, первому покупателю известны все параметры выпуска, и он может оценить выгодность вложений своих средств в облигационный заем.

Первый фактор, который влияет на его выбор, — это соотношений уровней процентной ставки по облигациям, банковским вкладам и другим финансовым инструментам. Инвестор будет вкладывать средства в покупку облигаций, если это принесет ему примерно такой же доход, как и помещение денег в банк.

Второй фактор, который оказывает влияние на выбор инвестора, — это ситуация на финансовом рынке. Если в будущем ожидается рост процентных ставок по банковским вкладам, то покупка облигаций окажется невыгодным вложением капитала. И наоборот.

Выпуск и приобретение облигаций на длительный срок, особенно в условиях нестабильности финансового рынка, является рискованным мероприятием, как для эмитента, так и для инвестора. Если проценты по банковским вкладам растут, потери несет владелец облигации (инвестор). При снижении банковских процентных ставок потери несет эмитент облигации.

Таким образом, доход по облигации складывается из следующих источников:

- периодически выплачиваемые проценты (купонный доход);
- изменение рыночной стоимости облигации за период;
- доход, получаемый при реинвестировании ранее полученных процентов (при условии его дальнейшего реинвестирования).

Доходность у облигаций обычно ниже, чем по другим ценным бумагам. Но это и есть плата за минимальный риск вложения капитала. Здесь реализуется золотое правило инвестирования: чем выше инвестиционный доход, тем выше риск вложения капитала и наоборот.

Глава 6. Основы портфельного инвестирования

6.1. Понятие портфеля ценных бумаг

Инвестор, осуществляя инвестиции, должен придерживаться принципа диверсификации вложения капитала, то есть стремиться к разнообразию приобретаемых инвестором различных видов активов. Это необходимо для того, чтобы уменьшить риск потери вложенного капитала. Например, инвестор вложил все свои деньги в акции одной компании. В этом случае он становится полностью зависимым от рыночного колебания курса акций, и деятельности акционерного общества. Если же средства будут вложены в акции нескольких компаний, то доходы инвестора будут зависеть от колебаний некоторого усредненного курса акций компаний, а усредненный курс, как известно, колеблется значительно меньше. Если инвестор придерживается принципа диверсификации, то он обязательно связан с

совокупностью принадлежащих ему финансовых активов различных видов, которая называется инвестиционным (фондовым) портфелем.

Объектами портфельного инвестирования выступают различные ценные бумаги: акции, облигации, производные виды ценных бумаг, часть портфеля может быть представлена в денежном виде. Объемы бумаг в портфеле тоже бывают различными. В зависимости от состава портфеля он может приносить доход или убытки и обладает той или иной степенью риска. Перечень и объемы входящих в портфель ценных бумаг называют структурой портфеля. Последняя представляет собой совокупность характеристик, которыми может управлять инвестор: изменять состав входящих в портфель ценных бумаг и их объемы.

Таким образом, портфель ценных бумаг представляет собой совокупность ценных бумаг, являющихся собственностью инвестора, и управляемых как единое целое для достижения определенной цели.

Смысл формирования портфеля ценных бумаг заключается в улучшении условий инвестирования, придав совокупности ценных бумаг такие инвестиционные качества, которые недостижимы с позиции отдельно взятой ценной бумаги, и возможны только при их комбинации.

Формируя свой портфель, инвестор должен иметь некоторый механизм отбора для включения в портфель тех или иных видов ценных бумаг, то есть уметь оценивать их инвестиционные качества посредством методов фундаментального и технического анализа.

Основной задачей методов служит выявление среди множества ценных бумаг той их совокупности, в которую можно инвестировать средства, не подвергая свои вложения высокому риску. На практике существует стойкая зависимость между риском и доходностью вложений: чем выше доходность, тем выше риск.

По степени риска наименее рискованными (безрисковыми) являются вложения средств в денежную форму. Вместе с тем эти вложения и наименее доходны. Следующими, по степени риска, выступают государственные ценные бумаги, далее — банковские и корпоративные облигации, а за ними — акции.

Среди множества банковских и корпоративных акций можно выделить много градаций ценных бумаг по степени риска: от слаборискованных с низким доходом до высокорискованных с высоким доходом. Акции банков и корпорации привлекательны для инвестора тем, что могут обеспечить рост дохода от вложенных средств, как за счет выплаты дивидендов, так и за счет роста их курсовой стоимости.

В зависимости от соотношения рискованности и доходности выделяют агрессивные и оборонительные акции. К агрессивным относятся акции развивающихся предприятий, проводящих рискованную политику. Их курсовая стоимость может возрасти в несколько раз.

Вложение средств в эти бумаги оправданно, когда инвестор желает получить высокий доход за короткое время и сознательно ради этого рискует. Оборонительные акции включают банковские и корпоративные акции эмитентов, которые хорошо зарекомендовали себя на фондовом рынке, отличаются стабильностью, способностью выстоять при неблагоприятной экономической конъюнктуре, деятельность которых имеет достаточно долгую историю. Такие акции имеют устойчивый курс и регулярную выплату дивидендов, поэтому привлекательны для инвесторов, стремящихся к небольшим, но надежным доходам.

Таким образом, вложения, осуществляемые инвесторами в ценные бумаги разного вида, разного срока действия и разной ликвидности, управляемые как единое целое, формируют портфель ценных бумаг.

6.2. Типы портфелей ценных бумаг

При формировании портфеля и в дальнейшем изменяя его состав и структуру, инвестор может формировать новое инвестиционное качество с заданным соотношением — риск / доход. Однако новый портфель представляет собой определенный набор из различных видов ценных бумаг. Теоретически портфель может состоять из ценных бумаг одного вида, а также менять свою структуру путем замещения одних ценных бумаг на другие. Однако каждая ценная бумага в отдельности не может достигать подобного результата.

С учетом инвестиционных качеств ценных бумаг можно сформировать различные портфели ценных бумаг, в каждом из которых будет собственный баланс между существующим риском, приемлемым для владельца портфеля, и ожидаемой им отдачей в определенный период времени. Соотношение этих факторов и позволяет определить тип портфеля ценных бумаг.

Тип портфеля — это его инвестиционная характеристика, основанная на соотношении дохода и риска. При этом важным признаком при классификации типа портфеля является то, каким способом, при помощи какого источника данный доход получен: за счет роста курсовой стоимости или текущих выплат — дивидендов, процентов.

Рассмотрим классификацию портфеля в зависимости от источника дохода (схема 1).

Портфель роста формируется из акций компаний, курсовая стоимость которых растет. Цель формирования данного типа портфеля — рост капитальной стоимости портфеля вместе с получением дивидендов (которые производятся в небольшом размере). Однако дивидендные выплаты производятся в небольшом размере. Темпы роста курсовой стоимости совокупности акций, входящих в портфель, определяют виды портфелей, составляющие данную группу.

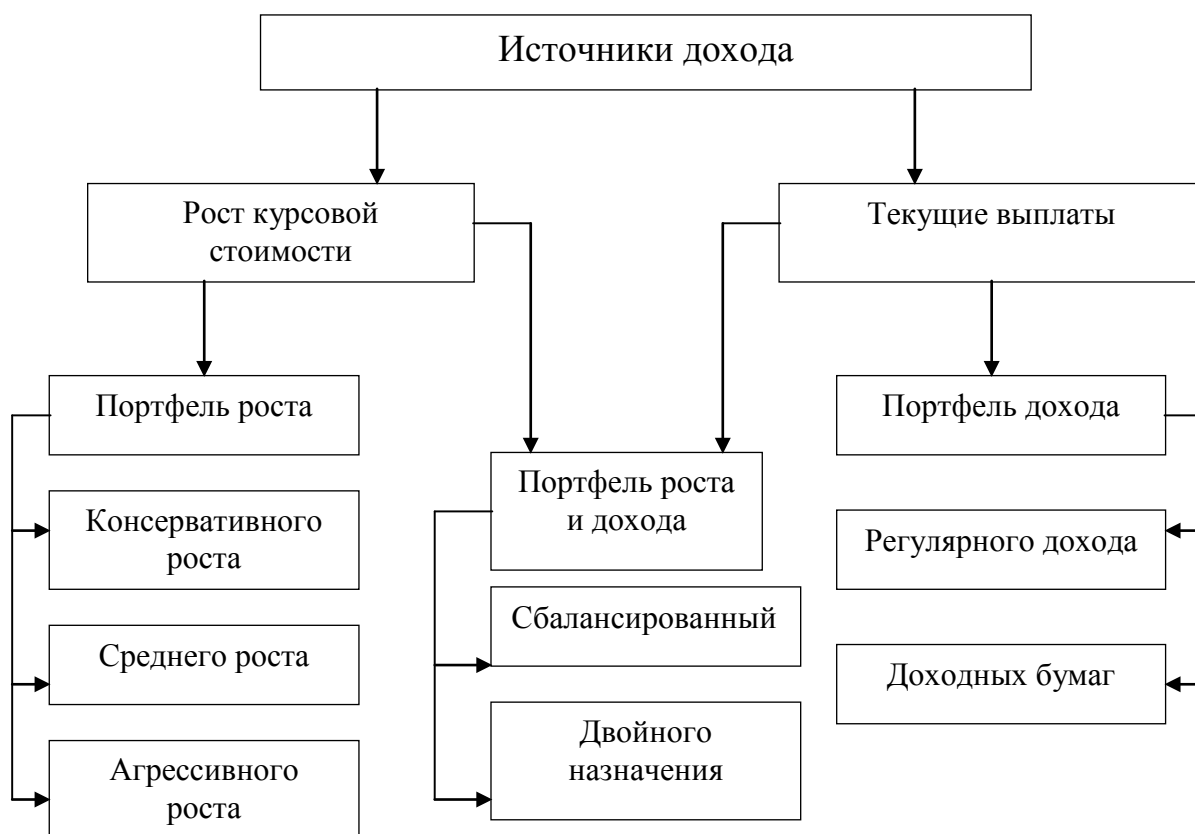


Схема 1. Классификация портфелей в зависимости от видов источников дохода

Темпы роста курсовой (рыночной) стоимости совокупности акций, входящих в портфель, определяют виды портфелей, составляющих данную группу.

Портфель агрессивного роста нацелен на максимальный прирост капитала. В состав данного типа портфеля входят акции молодых, быстрорастущих компаний. Инвестиции в портфеле являются достаточно рискованными, но вместе с тем могут приносить самый высокий доход.

Портфель консервативного роста является наименее рискованным. Он состоит в основном из акций крупных, хорошо известных, стабильно и длительное время работающих компаний, характеризующихся, хотя и невысокими, но устойчивыми темпами роста курсовой стоимости. Состав портфеля остается стабильным в течение длительного периода времени. Инвестиции портфеля консервативного роста нацелены на сохранение капитала.

Портфель среднего роста представляет собой сочетание инвестиционных свойств портфелей агрессивного и консервативного роста. В данный тип портфеля включаются наряду с надежными ценными бумагами, приобретаемыми на длительный срок, рискованные фондовые инструменты, состав которых периодически обновляется. При этом гарантируется средний прирост капитала и умеренная степень риска вложений. Надежность обеспечивается ценными бумагами консервативного роста, а доходность — ценными бумагами агрессивного

роста. Портфель среднего роста является наиболее распространенной моделью портфеля и пользуется большой популярностью у инвесторов, не склонных к высокому риску.

Портфель дохода ориентирован на получение высокого текущего дохода — процентных и дивидендных выплат. Портфель дохода составляется в основном из акций дохода, т.е. таких акций, которые характеризуются умеренным ростом курсовой стоимости и высокими дивидендами, облигаций и других ценных бумаг, инвестиционным свойством которых являются высокие текущие выплаты. Особенность этого типа портфеля в том, что цель его создания — получение определенного уровня дохода, величина которого соответствовала бы минимальной степени риска, приемлемого консервативным инвестором. Поэтому объектами портфельного инвестирования являются высоконадежные инструменты фондового рынка, у которых высокое соотношение стабильно выплачиваемого процента и курсовой стоимости.

Портфель регулярного дохода формируется из высоконадежных ценных бумаг и приносит средний доход при минимальном уровне риска.

Портфель доходных бумаг состоит из высокодоходных облигаций корпораций, ценных бумаг, приносящих высокий доход при среднем уровне риска.

Портфель роста и дохода формируется для избежания возможных потерь на фондовом рынке, как от падения курсовой стоимости, так и низких дивидендных или процентных выплат. Одна часть финансовых активов, входящих в состав данного портфеля, приносит владельцу рост капитальной стоимости, а другая — доход. Потеря одной части может компенсироваться возрастанием другой.

Охарактеризуем виды портфелей роста и дохода:

Портфель двойного назначения состоит из бумаг, приносящих его владельцу высокий доход при росте вложенного капитала. В данном случае речь идет о ценных бумагах инвестиционных фондов двойного назначения. Они выпускают собственные акции двух типов, первые — приносят высокий доход, вторые — прирост капитала. Инвестиционные характеристики портфеля определяются значительным содержанием данных бумаг в портфеле.

Сбалансированные портфели предполагают сбалансированность не только доходов, но и риска, который сопровождает операции с ценными бумагами. Сбалансированные портфели в определенной пропорции состоят из ценных бумаг, быстро растущих в курсовой стоимости, но и из высокодоходных ценных бумаг. В состав портфелей могут включаться и высокорискованные ценные бумаги, но, как правило, они формируются из обыкновенных и привилегированных акций, а также облигаций. В зависимости от конъюнктуры рынка в те

или иные фондовые инструменты, включенные в портфель, вкладывается большая часть средств.

Если рассматривать типы портфелей в зависимости от степени риска (схема 2), приемлемого для инвестора, то их можно разделить на консервативный, умеренно-агрессивный, агрессивный и нерациональный. Поэтому каждому типу инвестора будет соответствовать и свой тип портфеля ценных бумаг: высоконадежный, но низкодоходный; диверсифицированный; рискованный, но высокодоходный, бессистемный.

Агрессивный портфель формируется инвестором по критерию максимизации текущего дохода вне зависимости от уровня риска. Он формируется из акций молодых, быстро растущих компаний. Поэтому инвестиции в такие ценные бумаги рискованны, но приносят максимально высокий доход. Данный тип портфеля присущ для агрессивного инвестора, который стремится к быстрому росту вложенного капитала, для чего он покупает рискованные ценные бумаги и быстро меняет структуру портфеля.

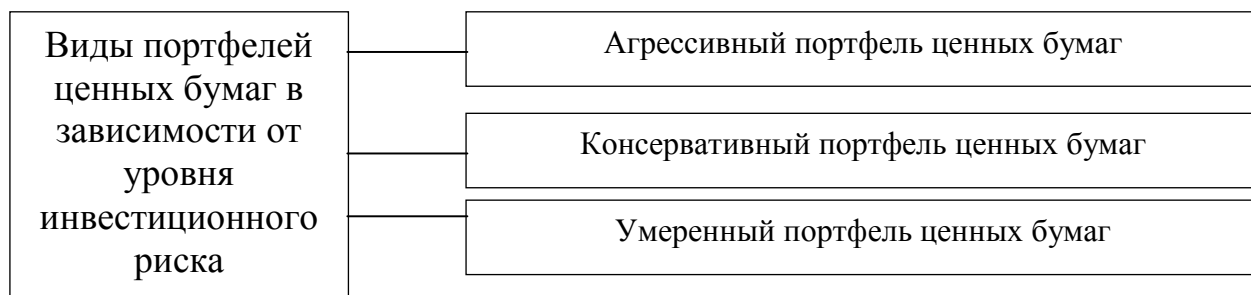


Схема 2. Виды портфелей ценных бумаг в зависимости от уровня инвестиционного риска

Консервативный портфель характеризуется минимальным уровнем риска и состоит из акций крупных хорошо известных компаний с невысокими устойчивыми темпами роста курсовой стоимости. Состав портфеля стабилен длительное время и направлен на сохранение вложенного капитала. Данный тип портфеля обеспечивает наиболее высокий уровень безопасности финансовых вложений. Основной целью консервативного инвестора является защита своих средств от воздействия инфляции, для чего им приобретаются ценные бумаги с невысокой доходностью, но с низким уровнем риска.

Умеренный портфель ценных бумаг наиболее популярен среди инвесторов, так как он сочетает в себе свойства агрессивного и умеренного портфелей. Он состоит из надежных ценных бумаг с длительным сроком приобретения, и рискованных ценных бумаг, состав которых периодически обновляется. Таким образом, инвестору гарантируется средний прирост капитала и умеренная степень риска инвестиционных вложений.

При дальнейшей классификации портфеля структурообразующими признаками могут выступать те инвестиционные качества, которые приобретет совокупность ценных бумаг, помещенная в данный портфель: ликвидность, освобождение от налогов, отраслевая, региональная принадлежность.

Ликвидность как инвестиционное качество портфеля означает возможность быстрого превращения портфеля в денежную наличность без потери его стоимости. Лучше всего данную задачу позволяют решить портфели денежного рынка.

Портфели денежного рынка — это разновидность портфелей, которые ставят своей целью полное сохранение капитала. В состав портфеля включается преимущественно денежная наличность или быстрореализуемые активы.

Высокой ликвидностью обладают и портфели краткосрочных фондов. Они формируются из краткосрочных ценных бумаг, т.е. инструментов, обращающихся на денежном рынке.

Формирование и управление портфелем — область деятельности профессионалов, а создаваемый портфель — это товар, который может продаваться либо частями (продают доли в портфеле для каждого инвестора), либо целиком (когда менеджер берет на себя труд управлять портфелем ценных бумаг клиента). Как и любой товар, портфель определенных инвестиционных свойств может пользоваться спросом на фондовом рынке.

Разновидностей портфелей много, и каждый конкретный держатель придерживается собственной стратегии инвестирования, учитывая состояние рынка ценных бумаг и основательно «перетряхивая» портфель, согласно золотому правилу работы с ценными бумагами, не реже одного раза в три-пять лет.

6.3. Формирование портфеля ценных бумаг

Портфель ценных бумаг — совокупность аккумулируемых воедино инвестиционных ценностей, служащих инструментом для достижения конкретной цели владельца.

Совокупность целей формирования портфелей состоит в следующем:

- обеспечение высокого уровня инвестиционного дохода в текущем периоде;
- сохранность и приращение капитала в перспективе;
- обеспечение необходимой ликвидности инвестиционного портфеля;
- доступ через приобретение ценных бумаг к дефицитным видам продукции, сырья, имущественным и неимущественным правам;
- расширение сферы влияния и перераспределение собственности и др.

Формируя портфель, инвестор исходит из инвестиционной стратегии и добивается того, чтобы он был ликвидным, доходным и обладал небольшой степенью риска. Основные принципы формирования инвестиционного портфеля: 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 и 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.

Выделяются следующие этапы формирования портфеля ценных бумаг:

I этап — выбор оптимального типа портфеля ценных бумаг для данного типа инвестора.

II этап — оценка приемлемого сочетания риска и дохода, то есть удельного веса ценных бумаг с различным уровнем риска и дохода в портфеле. Данная задача решается с учетом общего правила инвестирования: чем более высокий риск имеет ценная бумага, тем более весомый доход она должна приносить и наоборот.

III этап — оценка ликвидности портфеля, рассматривается с двух позиций:

- как способность быстрого превращения всего портфеля или его части в денежные средства (с минимальными расходами на реализацию ценных бумаг);
- как способность акционерного общества своевременно погашать свои обязательства перед кредиторами, которые участвовали в формировании портфеля ценных бумаг (например, перед владельцами облигаций).

IV этап — определение количественного состава портфеля, то есть инвестор должен определить сколько видов ценных бумаг должно быть в портфеле. Увеличение различных видов ценных бумаг в портфеле не всегда дает снижение риска. Максимальное сокращение риска достижимо, если в портфеле отобрано от 8 до 15 различных видов ценных бумаг. Дальнейшее увеличение количественного состава портфеля нецелесообразно, так как может привести к таким отрицательным последствиям, как:

— невозможность качественного управления портфелем из-за множества видов ценных бумаг, в отношении которых необходимо проводить тщательный анализ и мониторинг;

— большая вероятность покупки недостаточно надежных, доходных и ликвидных ценных бумаг;

— рост издержек, связанных с поиском привлекательных ценных бумаг для инвестора (расходы на анализ, рейтинг и т.д.);

— высокие издержки по покупке и продаже мелких партий ценных бумаг.

V этап — определение первоначального состава портфеля и его возможного изменения с учетом конъюнктуры, сложившейся на рынке ценных бумаг (спроса и предложения фондовых ценностей). С учетом структуры фондового портфеля инвестор может быть агрессивным или консервативным. Агрессивный инвестор стремится 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.

VI этап — выбор стратегии дальнейшего управления портфелем ценных бумаг. Здесь возможны варианты.

1. Каждому виду ценных бумаг отводится определенный фиксированный удельный вес в фондовом портфеле, который стабилен в течение времени (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 ценностей. 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 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.

Таблица 7.

Структура фондового портфеля различных инвесторов, %

Виды ценных бумаг	Портфель агрессивного инвестора	Портфель умеренного инвестора	Портфель консервативного инвестора
Акции	70	45	20
Облигации	20	30	50
Краткосрочные бумаги	10	20	30
Всего	100	100	100

По результатам анализа принимается решение о продаже определенных видов ценностей. Инвестиционная ценная бумага продается, если:

- 1) она не принесла требуемый инвестору доход и не ожидается ее роста в будущем;
- 2) она выполнила возложенную на нее функцию;
- 3) появились более доходные сферы вложения собственных денежных средств.

В дальнейшем основной целью инвестора, вложившего капитал в ценные бумаги, является поддержание тех инвестиционных качеств объекта инвестирования, ради которых и был создан портфель ценных бумаг.

6.4. Управление портфелем ценных бумаг

Для того, чтобы состав и структура портфеля ценных бумаг соответствовал целям инвестора необходимо управление инвестиционным портфелем. Под управлением портфелем понимается применение к совокупности различных видов ценных бумаг определенных методов и технологических возможностей, которые позволяют:

- сохранить первоначально инвестированные средства;
- достигнуть максимальный уровень дохода;
- обеспечить инвестиционную направленность портфеля.

Первым и одним из наиболее дорогостоящих, трудоемким элементом управления является мониторинг, представляющий собой непрерывный детальный анализ:

- фондового рынка, тенденций его развития;
- секторов фондового рынка;
- финансово-экономических показателей фирмы-эмитента ценных бумаг;
- инвестиционных качеств ценных бумаг.

Таким образом, конечной целью мониторинга является выбор ценных бумаг, обладающих инвестиционными свойствами, соответствующими данному типу портфеля.

Мониторинг — это основа как активного, так и пассивного способов управления. Активная модель управления предполагает тщательное отслеживание и немедленное приобретение инструментов, отвечающих инвестиционным целям портфеля, а также быстрое изменение состава фондовых инструментов, входящих в портфель.

Мониторинг представляет собой базу для прогнозирования размера возможных доходов от инвестиционных средств и интенсификации операций с ценными бумагами.

Совокупность применяемых к портфелю методов и технических возможностей представляет способ управления, который может быть охарактеризован как активный и пассивный.

Пассивное управление представляет собой создание хорошо диверсифицированных портфелей с заранее определенным уровнем риска, рассчитанным на длительную перспективу. Продолжительность существования портфеля предполагает стабильность процессов на фондовом рынке. В условиях инфляции пассивное управление малоэффективно.

К наиболее общим правилам пассивного управления портфелем ценных бумаг относятся.

Во-первых, пассивное управление эффективно лишь в отношении портфеля, состоящего из низкорискованных ценных бумаг, а их в России не так много.

Во-вторых, ценные бумаги должны быть долгосрочными для того, чтобы портфель существовал в неизменном состоянии длительное время. Это позволит реализовать основное преимущество пассивного управления — низкий уровень накладных расходов.

Таким образом, пассивное управление целесообразно для портфелей, сформированных из ценных бумаг с гарантированной доходностью и минимальным уровнем риска. Сигналом к изменению сформированного портфеля служат не рыночные изменения, как в случае активного управления, а падение доходности портфеля ниже минимального риска. Таким образом, доходность является тем индикатором, который заставляет перетряхнуть портфель.

Активное управление портфелем ценных бумаг предполагает систематическое наблюдение и быстрое приобретение тех ценных бумаг, которые перестают отвечать целям инвестора, а также быструю покупку тех ценных бумаг, которые повысили свою привлекательность на фондовом рынке. Активное управление немыслимо без оперативного изучения его состава и структуры, поэтому оно свойственно агрессивным портфелям ценных бумаг.

Активное управление включает в себя:

— отбор ценных бумаг, рациональных к покупке и низкодоходных к продаже;

— расчет нового портфеля ценных бумаг, его доходности и риска с учетом ротации ценных бумаг;

— оценка эффективности старого и нового портфелей с учетом расходов по купле-продаже ценных бумаг;

— формирование нового портфеля ценных бумаг.

Выбор тактики управления зависит и от типа портфеля, от способности менеджера (инвестора) выбирать ценные бумаги и прогнозировать состояние рынка. Если инвестор плохо умеет выбирать ценные бумаги и учитывать время, то ему следует создать диверсифицированный портфель и держать риск на заданном уровне. Если инвестор уверен, что он может хорошо предсказывать состояние рынка, ему необходимо менять состав портфеля в зависимости от рыночных перемен и выбранного им вида управления. Например, трудно ожидать высокого дохода, если к агрессивному портфелю применять пассивный способ управления.

Существуют два варианта управления портфелем.

1. Управление портфелем ценных бумаг занимается сам инвестор. Для этого собственник портфеля должен создать специальное структурное подразделение (фондовый отдел), за которым будет закреплено управление портфелем. К числу функций такого отдела относятся:

— определение целей и типа портфеля;

— разработка стратегии и тактики управления портфелем ценных бумаг;

— оперативное планирование ценных бумаг в рамках заданных целей инвестора;

— реализация операций, относящихся к управлению портфелем;

— анализ и выявление факторов, влияющих на состав, структуру и динамику движения ценных бумаг, входящих в портфель;

— принятие и реализация практических решений, направленных на корректировку состава и структуры портфеля.

2. Все функции управления портфелем ценных бумаг передаются другому юридическому лицу (банку или финансовой компании) в форме траста (доверительного управления).

Пассивная модель управления подразумевает передачу денежных средств специализированному учреждению, которое занимается портфельными инвестициями, для вложения этих средств от имени и по поручению их владельца в различные фондовые инструменты с целью извлечения прибыли. За проведение операций взимается комиссионное вознаграждение.

Активное управление предполагает высокие затраты специализированного финансового учреждения, которое осуществляет куплю-продажу и структурное построение портфеля ценных бумаг клиента, а также имеющиеся в его распоряжении средства инвестора. Прибыль в значительной степени будет зависеть от инвестиционного искусства менеджера, а его комиссионное вознаграждение в процентах — от полученной прибыли.

6.5. Модели выбора оптимального портфеля ценных бумаг

При формировании портфеля ценных бумаг инвестором решается задача распределения определенной суммы денег по различным альтернативным вложениям так, чтобы наилучшим образом достичь своих целей (в первую очередь получения дохода). С другой стороны, любое вложение капитала связано с постоянной опасностью проигрыша, а значит, в оптимизационных задачах по выбору портфеля ценных бумаг необходимо учитывать риск.

Поэтому при формировании портфеля ценных бумаг инвестор должен использовать методику для оценки инвестиционных качеств ценных бумаг. Они оцениваются посредством методов фундаментального и технического анализов.

В России наибольшее распространение получил *фундаментальный анализ*, который основывается на трех основных положениях:

- изучение общей экономической ситуации в стране;
- анализ отдельных сегментов рынка ценных бумаг;
- изучение финансового состояния предприятий-эмитентов.

Изучение общей экономической ситуации в стране основывается на показателях, характеризующих динамику производства, уровня деловой активности, процессов накопления и потребления общественного богатства, темпов инфляции, финансового состояния государства (бюджетного дефицита, объема внешнего и внутреннего долга и др.), то есть на тех показателях, которые позволяют оценить надежность денежно-кредитной и финансовой политики государства.

Анализ отдельных сегментов рынка ценных бумаг осуществляется в отраслевом разрезе, для этого в каждый данный момент времени устанавливаются те отрасли, которые находятся на стадии подъема и обеспечивают инвесторам наиболее выгодные условия вложения капитала.

Для этого необходим анализ отраслей в зависимости от их типов, среди которых выделяют:

- устойчивые отрасли, выпускающие жизненно важную продукцию для населения.

Эти отрасли наиболее надежны, но вложения в них не дают высокого дохода;

— циклические отрасли производят средства и товары длительного пользования, поэтому результативность вложений в их развитие зависит от стадии цикла, на котором они находятся;

— растущие отрасли отличаются высокими темпами объемов производства, превосходящими темпы роста ВВП по стране в целом. В результате инвестор, вкладывая капитал в их развитие, может получить высокий доход при высоком уровне риска.

Изучение финансового состояния предприятий-эмитентов позволяет отобрать те из предприятий, которые в наибольшей степени отвечают целям инвесторов. Оценка инвестиционной привлекательности предприятий-эмитентов осуществляется в четыре этапа:

1. Изучение текущего финансового положения предприятия и перспектив его динамики.

2. Анализ показателей деятельности предприятия-эмитента (ликвидности, платежеспособности, оборачиваемости, доходности активов и др.).

3. Анализ состава и структуры капитала предприятия (соотношения собственного и заемного капитала, финансовой устойчивости).

4. Оценка потенциала акций на основе показателей, отражающих качество данных фондовых инструментов.

5. Сравнение рассчитанных показателей предприятия-эмитента с аналогичными показателями других предприятий-эмитентов, и с величинами предшествующих периодов.

6. По результатам фундаментального анализа составляется справка, отражающая основных финансовых показателей и коэффициентов анализируемых предприятий и принимается инвестиционное решение.

Технический анализ базируется на использовании графических методов изучения динамики рыночных цен на ценные бумаги. В процессе графического анализа решаются три основные задачи:

- прогнозирование уровня рыночных цен на ценные бумаги;
- нахождение оптимального момента времени для покупки или продажи ценных бумаг;
- проверка полноты и достоверности результатов фундаментального анализа.

Основным методом технического анализа является построение гистограмм, с помощью которых для каждого биржевого дня определяются минимальный и максимальный уровни цен, а также цена при закрытии фондовой биржи, то есть отражаются уровни и размеры колебания цен. Их совокупность за анализируемый длительный период времени позволяет изучить основные тенденции в ценах на ценные бумаги.

Рассмотрим некоторые из моделей выбора оптимального портфеля ценных бумаг.

Модель Марковитца. Марковитц разработал важное для современной теории портфеля ценных бумаг положение, которое гласит: совокупный риск портфеля можно разложить на две составные части. С одной стороны, это так называемый систематический риск, который нельзя исключить, и которому подвержены все ценные бумаги практически в равной степени. С другой — специфический риск для каждой конкретной ценной бумаги, которого можно избежать при помощи управления портфелем ценных бумаг. При этом сумма сложенных средств по всем объектам должна быть равна общему объему инвестиционных вложений, то есть сумма относительных долей в общем объеме должна равняться единице.

Проблема заключается в численном определении относительных долей ценных бумаг в портфеле, которые наиболее выгодны для инвестора.

Марковитц ограничивает решение модели тем, что из всего множества «допустимых» портфелей, т.е. удовлетворяющих ограничениям, необходимо выделить те, которые рискованнее, чем другие. Эти портфели, содержащие при одинаковом доходе больший риск по сравнению с другими, или портфели, приносящие меньший доход при одинаковом уровне риска.

Таким образом, выделяются неперспективные портфели, не удовлетворяющие ограничениям, которые отсеиваются. Остаются только те портфели, которые содержат минимальный уровень риска при заданном уровне дохода, или приносят максимально возможный доход при заданном уровне риска, на который согласен пойти инвестор.

Отобранные таким образом портфели объединяют в список, содержащий сведения о процентном составе портфеля из отдельных ценных бумаг, а также о доходе и риске портфелей. В целом выбор конкретного портфеля определяется уровнем рискованности самого инвестора.

Индексная модель Шарпа. Как следует из модели Марковитца, задавать распределение доходов отдельных ценных бумаг не требуется. Достаточно определить только величины, характеризующие это распределение: математическое ожидание, дисперсию и ковариацию между доходами отдельных ценных бумаг. Это следует проанализировать до составления портфеля.

Для избежания трудоемкости Шарп предложил индексную модель. Причем он не разработал нового метода составления портфеля, а упростил проблему таким образом, что приближенное решение может быть найдено со значительно меньшими усилиями. Шарп ввел, так называемый, β -фактор (коэффициент бета), который играет особую роль в современной теории портфеля.

β -коэффициент — это показатель, характеризующий изменение курса конкретной ценной бумаги по отношению к динамике сводного индекса всего фондового рынка. Он

применяется для определения уровня риска инвестиций в ценные бумаги по сравнению с уровнем систематического (рыночного) риска. Уровень риска отдельных видов ценных бумаг устанавливается на основе следующих значений β -коэффициента:

$\beta = 1$ — уровень систематического риска ценной бумаги средний;

$\beta > 1$ — уровень систематического риска ценной бумаги высокий;

$\beta < 1$ — уровень систематического риска ценной бумаги низкий.

В индексной модели Шарпа используется тесная корреляция между изменением курсов отдельных акций. Предполагается, что необходимые входные данные можно приблизительно определить при помощи всего лишь одного базисного фактора и отношений, связывающих его с изменением курсов отдельных акций. Предположив существование линейной связи между курсом акции и определенным индексом, можно при помощи прогнозной оценки значения индекса определить ожидаемый курс акции. Помимо этого можно рассчитать совокупный риск каждой акции в форме совокупной дисперсии.

В целом любые модели инвестиционного портфеля являются открытыми системами и соответственно могут дополняться и корректироваться при изменениях условий на финансовом рынке. Модель инвестиционного портфеля позволяет получить аналитический материал, необходимый для принятия оптимального решения в процессе инвестиционной деятельности.

Получение математической оценки состояния портфеля на разных этапах инвестирования при учете влияния различных факторов делает возможным непрерывно управлять структурой портфеля на каждом этапе принятия решения, т.е. по сути, управлять рисками.

Использование компьютерной реализации моделей значительно увеличивает оперативность получения аналитического материала для принятия решений. Следовательно, выполняются такие основные свойства управления как: эффективность, непрерывность и оперативность.

Основные выводы моделей Марковитца и Шарпа:

1. Успех инвестирования связан с прибыльным распределением средств по типам финансовых активов (ценных бумаг). Практика показывает, что прибыль инвестора зависит:

— на 94% от выбора типа фондовых инструментов (вида ценных бумаг);

— на 4% от выбора конкретной ценной бумаги данного типа (например, обыкновенной или привилегированной акции);

— на 2% от оценки момента приобретения ценной бумаги.

2. Риск инвестиций в определенный тип ценных бумаг определяется вероятностью отклонения прибыли от ожидаемого ее значения.

3. Общая доходность и риск портфеля ценных бумаг может изменяться путем варьирования его структурой.

Глава 7. Финансирование инвестиционных проектов

7.1. Общая характеристика источников финансирования инвестиционных проектов

Наличие источников финансирования инвестиций в настоящее время является одной из главных проблем инвестиционной деятельности предприятий.

В современных условиях основными источниками финансирования инвестиций являются: чистая прибыль предприятий; амортизированные отчисления; внутрихозяйственные резервы; денежные средства, аккумулируемые банковской системой и специализированными небанковскими кредитно–финансовыми институтами; средства, полученные в форме кредитов и займов от международных организаций и иностранных инвесторов; средства, полученные от эмиссии ценных бумаг; средства бюджетов различных уровней и т.д.

Все источники финансирования инвестиционных проектов можно объединить в две группы:

1. Централизованные (бюджетные), к которым относятся средства федерального бюджета, бюджетов субъектов РФ и местных бюджетов.

2. Децентрализованные (внебюджетные), к ним относятся:

— собственные финансовые источники инвестиций, которые являются самыми надежными, так как предприятие всегда должно стремиться к самофинансированию, что позволит снизить риск банкротства данного предприятия. Основными собственными источниками финансирования инвестиций являются чистая прибыль и амортизационные отчисления;

— заемные источники, к которым относятся: кредиты банков, кредитных организаций; средства от эмиссии облигаций; налоговый инвестиционный кредит; средства, полученные в форме кредитов и займов от международных организаций и иностранных инвесторов.

В настоящее время инвестиции в основной капитал финансируются практически наполовину из собственных источников организаций (таблица 8).

Таблица 8.

Структура инвестиций в основной капитал
по источникам финансирования
(в процентах к итогу)²¹

	2000	2001	2002	2003
Инвестиции в основной капитал — всего	100	100	100	100
в том числе по источникам финансирования:				
— собственные средства	47,5	49,4	45,0	45,6
из них:				
прибыль, остающаяся в распоряжении организации	23,4	24,0	19,1	18,0
амортизация	18,1	18,5	21,9	23,8
— привлеченные средства	52,5	50,6	55,0	54,4
из них бюджетные средства	22,0	20,4	19,9	18,7

В зависимости от экономического содержания все источники финансирования инвестиционных проектов можно классифицировать следующим образом:

1. Собственные средства предприятий и организаций:

- прибыль;
- амортизационные отчисления;
- внутрихозяйственные резервы;
- средства, выплачиваемые органами социального страхования в виде возмещения потерь от аварий, стихийных бедствий, и др.

2. Заемные и привлеченные внебюджетные источники:

- кредиты коммерческих банков;
- средства, полученные от эмиссии ценных бумаг;
- основные фонды и оборудование, получаемые по лизингу;
- иностранные инвестиции;
- средства внебюджетных фондов;
- средства, привлекаемые по соглашениям о разделе продукции и др.

3. Заемные и привлеченные бюджетные источники:

- ассигнования в рамках реализации государственных целевых программ;
- средства, выделяемые из Бюджета Развития;
- инвестиционные налоговые кредиты и иные инвестиционные льготы, предоставляемые уполномоченными органами государственного управления.

²¹ Россия в цифрах. 2004: Крат. стат. сб. /Федеральная служба государственной статистики. — М., 2004. — С. 358.

7.2. Собственные средства предприятий и организаций

Собственные средства предприятий и организаций являются самыми надежными источниками финансирования инвестиционных проектов. Связано это с тем, что наличие собственных источников обеспечивает предприятию финансовую устойчивость и независимость в проведении финансовой и инвестиционной политики. Наличие собственных источников финансирования инвестиционных проектов свидетельствует о высокой конкурентоспособности предприятия. При использовании внешних источников финансирования предприятие часто сталкивается с проблемой вмешательства в экономическое развитие предприятия со стороны внешних инвесторов.

Основными собственными источниками финансирования инвестиционных проектов являются прибыль и амортизационные отчисления.

Известно, что основной целью функционирования предприятия является получение прибыли, именно она дает возможность осуществления расширенного воспроизводства. В современных условиях предприятия имеют право самостоятельно распоряжаться чистой прибылью, остающейся после уплаты налогов и других обязательных платежей. Именно она и выступает источником финансирования инвестиционных проектов.

В этой связи инвестор сталкивается с проблемой оптимального распределения чистой прибыли. Ее можно направить на:

- производственное развитие;
- строительство жилья и других объектов социальной сферы для своих работников;
- выплату дивидендов, если это акционерное общество;
- благотворительные цели и др.

Для того, чтобы правильно распределить прибыль необходимо иметь четкое представление о техническом состоянии предприятия. Если у предприятия низкий технический уровень, то, в первую очередь, необходимо направить прибыль на обновление внеоборотных активов, которые являются основой выпуска конкурентоспособной продукции и роста доходов работников. Поэтому основным принципом распределения прибыли предприятия является рост благосостояния его собственников на основе экономического развития предприятия в долгосрочной перспективе.

Однако необходимо иметь представление о взаимном влиянии прибыли и инвестиционной активности предприятия. С одной стороны, прибыль является важнейшим инвестиционным ресурсом для предприятия, а, с другой стороны, ее увеличение связано со снижением себестоимости продукции, ростом объемов производства, которое временно снижается при ее инвестировании в обновление основных производственных фондов.

Кроме того, многие предприятия до сих пор используют свою прибыль не для развития своего производства, а для проведения торгово-посреднических операций, размещения средств на депозитах, инвестирования в фондовые инструменты, что снижает значение прибыли как источника инвестирования.

Роль прибыли как источника финансирования инвестиционных проектов зависит также и от правильности ее распределения на потребление и накопление. Чем больше ее потребляется, тем меньше остается на развитие производства.

Позитивным моментом является, и проведение целенаправленной государственной налоговой политики в области налогообложения прибыли. Не так давно ставка налога на прибыль была снижена с 35% до 24%, что увеличивает величину чистой прибыли, остающейся в распоряжении предприятия, а значит и способствует формированию собственных источников финансирования инвестиционных проектов.

Но самым надежным источником финансирования инвестиций, всегда имеющимся у предприятия, являются амортизационные отчисления, аккумулируемые в амортизационном фонде.

Амортизация — это процесс переноса стоимости основных фондов на выпускаемую продукцию в течение их нормативного срока службы.

Величина амортизационных отчислений предприятия зависит от следующих факторов.

1. От среднегодовой стоимости основных производственных фондов, находящихся в собственности предприятия, которая является базой для расчета амортизационных отчислений.

2. В настоящее время любая организация имеет право не чаще 1 раза в год проводить переоценку основных производственных фондов по восстановительной стоимости путем индексации или прямого перерасчета по рыночным ценам с отнесением возникающей разницы на добавочный капитал, что также увеличивает базу для расчета амортизационных отчислений.

Переоценка основных фондов должна осуществляться на основе глубокого экономического обоснования. Необъективная переоценка основных производственных фондов может привести к следующим негативным последствиям:

— к чрезмерному завышению стоимости основных фондов, что приведет к тому, что они не будут отвечать их рыночной стоимости;

— при переоценке увеличивается среднегодовая стоимость основных фондов, а значит и величина амортизационных отчислений, которая включается в себестоимость продукции, а значит, ведет к ее удорожанию и снижению конкурентоспособности на товарном рынке;

— с ростом стоимости основных производственных фондов увеличивается и налог на имущество предприятия.

3. Величина амортизационных отчислений как источника финансирования инвестиций зависит от принятого на предприятии способа начисления амортизации.

Согласно ПБУ 6/97, то есть Положению по бухгалтерскому учету «Учет основных средств» амортизация объектов основных средств может производиться одним из следующих способов:

- линейным способом;
- способом уменьшаемого остатка;
- способом списания стоимости по сумме чисел лет срока полезного использования;
- способом списания стоимости пропорционально объему произведенной продукции.

При линейном способе годовая сумма начисления амортизационных отчислений определяется исходя из первоначальной стоимости объекта основных фондов и нормы амортизации объекта.

Например. Приобретен объект основных средств стоимостью 100 тыс.руб. со сроком полезного использования 4 года. Годовая норма амортизационных отчислений 25%. Отсюда годовая сумма амортизационных отчислений составляет:

$$100 * 25 : 100 = 25 \text{ тыс. руб.}$$

Таким образом, при линейном способе амортизация начисляется равными долями в течение всего срока службы основных средств до полного перенесения их стоимости на издержки производства.

При способе уменьшаемого остатка амортизационные отчисления определяются исходя из остаточной стоимости объектов основных средств на начало отчетного периода и нормы амортизации.

Например. Приобретен объект основных средств стоимостью 100 тыс.руб. со сроком полезного использования 4 года. Годовая норма амортизационных отчислений, исчисленная исходя из срока полезного использования, 25%. Отсюда годовая норма амортизационных отчислений равна:

$$1\text{-й год: } 100 * 25 : 100 = 25 \text{ тыс. руб.}$$

$$2\text{-й год: } (100-25) * 25 : 100 = 18,75 \text{ тыс. руб.}$$

$$3\text{-й год: } (75-18,75) * 25 : 100 = 14,06 \text{ тыс. руб.}$$

$$4\text{-й год: } (56,25-14,06) * 25 : 100 = 10,55 \text{ тыс. руб.}$$

$$5\text{-й год: } (42,19-10,55) * 25 : 100 = 7,91 \text{ тыс. руб.}$$

$$6\text{-й год: } (34,28-7,91) * 25 : 100 = 6,59 \text{ тыс. руб.}$$

$$7\text{-й год: } (27,69-6,59) * 25 : 100 = 5,28 \text{ тыс. руб.}$$

8-й год: $(21,1-5,28) * 25 : 100 = 3,96$ тыс. руб.

9-й год: $(17,14-3,96) * 25 : 100 = 3,3$ тыс. руб.

10-й год: $(13,18-3,3) * 25 : 100 = 2,47$ тыс. руб. и т.д.

Таким образом, размер амортизационных отчислений, переносимых на стоимость продукции, ежегодно понижается, исходя из уменьшения остаточной стоимости основных средств, а их амортизационный период увеличивается.

При способе списания стоимости по сумме чисел лет срока полезного использования объекта основных средств амортизационные отчисления определяются 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.

Например. Приобретен объект основных средств стоимостью 100 тыс. руб. со сроком полезного использования 4 года. Годовая норма амортизационных отчислений 25%. Сумма срока службы составляет 10 лет (1+2+3+4). Нормы амортизационных отчислений по годам будут следующими:

1-й год: $\frac{4}{10}$ или 40%.

2-й год: $\frac{3}{10}$ или 30%.

3-й год: $\frac{2}{10}$ или 20%.

4-й год: $\frac{1}{10}$ или 10%.

Начисления амортизационных отчислений по объектам основных средств в течение отчетного года осуществляется ежемесячно независимо от способа начисления амортизации в размере $\frac{1}{12}$ исчисленной годовой суммы.

При способе списания стоимости пропорционально объему продукции (работ) начисление амортизационных отчислений производится исходя из натурального показателя объема продукции (работ) в отчетном периоде и соотношения первоначальной стоимости объекта основных средств и предполагаемого объема продукции (работ) за весь срок полезного использования объекта основных средств.

Таким образом, последние три способа начисления амортизации являются ускоренными, то есть позволяют быстрее списать стоимость основных средств на издержки производства. То есть начисление амортизации в первые годы эксплуатации объекта основных средств производится повышенными нормами, что позволяет повысить

накопленный размер амортизационного фонда, а значит сформировать в большем объеме один из важнейших источников финансирования инвестиционных проектов.

Однако при использовании способов ускоренной амортизации необходимо учитывать ряд ограничений. Ускоренную амортизацию целесообразно использовать предприятиям, имеющим устойчивое финансовое положение, так как амортизационные отчисления включаются в себестоимость продукции и временно снижают ее конкурентоспособность. То есть ускоренная амортизация отрицательно влияет на формирование такого собственного источника финансирования инвестиций как прибыль предприятия. Если финансовое положение предприятия тяжелое, а продукция неконкурентоспособна, то целесообразно использовать тот способ, который минимизирует величину амортизационных отчислений, что способствует снижению себестоимости продукции. Для тех предприятий, где имеет очевидная зависимость физического износа основных средств от степени их эксплуатации, целесообразно использовать способ списания стоимости пропорционально объему выпускаемой продукции (работ).

Амортизационный фонд носит целевой характер и должен использоваться на простое и расширенное воспроизводство, то есть на финансирование реальных инвестиций, а именно, на:

- приобретение нового оборудования вместо выбывшего;
- механизацию и автоматизацию производственных процессов;
- проведение научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ;
- модернизацию и обновление выпускаемой продукции с целью обеспечения ее конкурентоспособности;
- реконструкцию, техническое перевооружение и расширение производства;
- новое строительство.

Однако на многих предприятиях амортизационные отчисления служат своеобразной «палочкой-выручалочкой», и используются не по назначению, а на пополнение оборотных средств, на погашение задолженности перед бюджетом или перед персоналом предприятия. В конечном счете, нецелевое использование средств амортизационного фонда снижает значимость амортизационных отчислений как источника финансирования инвестиционных проектов.

При умелом управлении финансовыми ресурсами предприятия имеют возможность использовать для финансирования инвестиционных проектов постоянно находящиеся у них финансовые средства, называемые устойчивыми пассивами. К их числу относятся:

- минимальная нормальная переходящая из месяца в месяц задолженность по заработной плате рабочим и служащим с начислениями на социальное страхование. Однако

в последнее время значение такого внутрихозяйственного резерва как источника финансирования инвестиций снижается. Такая ситуация связана с переходом предприятий на расчеты по заработной плате через банковские пластиковые карты;

- резервы на покрытие предстоящих расходов, которые временно могут быть использованы для финансирования инвестиционных проектов;

- средства кредиторов, полученные в порядке оплаты продукции частичной готовности (предоплаты);

- часть средств ремонтного фонда, расходуемая на формирование постоянных запасов материальных ценностей, необходимых для проведения ремонта.

Кроме того, при капитальном строительстве часто создаются запасы материалов, оборудования и других активов в размерах, превышающих плановую потребность, а также отвлекаются средства в дебиторскую задолженность, поэтому в качестве финансового резерва в капитальном строительстве можно учитывать и возможность мобилизации этих ресурсов.

Таким образом, при выборе источников финансирования инвестиционных проектов, инвестор должен в полной мере оценить величину собственных средств и внутрихозяйственных резервов, которые могут быть использованы в качестве финансовых источников реализации проекта. Именно собственные средства обеспечивают инвестору финансовую устойчивость и независимость при проведении финансово-экономической политики.

7.3. Самофинансирование

Содержание самофинансирования заключается в том, что предприятие имеет возможность за счет собственных финансовых ресурсов обеспечивать расширенное воспроизводство и решение социальных задач. Поэтому самым надежным методом финансирования инвестиционных проектов является самофинансирование.

Однако нельзя отождествлять понятия «самофинансирование» и «самоокупаемость». Самоокупаемость представляет собой возмещение текущих затрат за счет получаемых доходов от деятельности предприятия. В результате выручка от реализации обеспечивает предприятию безубыточную работу. Таким образом, самоокупаемость обеспечивает лишь простое воспроизводство, чего явно недостаточно в условиях рыночной конкуренции.

Самофинансирование обеспечивается высокой нормой дохода и накопления капитала. В странах с развитой рыночной экономикой уровень самофинансирования считается

высоким, если удельный вес собственных источников достигает 60% и более от общего объема финансирования инвестиционных затрат, в России — 50%, в Японии — 20%.

Уровень самофинансирования оценивается с помощью следующих коэффициентов:

1. Коэффициент финансовой устойчивости (\hat{E}_ϕ). Он равен отношению собственных и заемных средств. Чем выше значение коэффициента финансовой устойчивости, тем устойчивее финансовое положение предприятия;

2. Коэффициент самофинансирования ($\hat{E}_{\bar{n}}$), который показывает соотношение источников финансовых ресурсов, то есть во сколько раз собственные источники финансовых ресурсов превышают заемные и привлеченные средства. Коэффициент самофинансирования рассчитывается по формуле:

$$\hat{E}_{\bar{n}} = \frac{\dot{I} + \hat{I} \hat{A}}{\hat{E} + \zeta},$$

где \dot{I} — прибыль предприятия; \hat{A} — амортизационные отчисления; \hat{E} — заемные средства; ζ — кредиторская задолженность и др.

3. Коэффициент устойчивости процесса самофинансирования (\hat{E}_i), который показывает долю собственных средств, направляемых на расширение производства, и рассчитывается по формуле:

$$\hat{E}_i = \frac{\hat{E}_{\bar{n}}}{\hat{E}_\phi} = \frac{\dot{I} + \hat{I} \hat{A}}{\dot{I}},$$

где \dot{I} — собственные средства.

4. Рентабельность процесса самофинансирования (\bar{D}) определяется рентабельностью собственных средств инвестора, и определяется по формуле:

$$\bar{D} = \frac{\hat{A} + \times \dot{I}}{\dot{I}} \cdot 100$$

где $\times \dot{I}$ — чистая прибыль предприятия.

Уровень рентабельности процесса самофинансирования показывает величину совокупного чистого дохода, получаемого с одного рубля вложенных собственных финансовых средств, которые затем были использованы на самофинансирование.

Для совместных предприятий и предприятий, осуществляющих расчеты валютой, используется метод валютного самофинансирования.

Содержание валютного самофинансирования состоит в том, что предприятие (инвестор) за счет прибыли в валюте, полученной от реализации товаров (работ, услуг), за счет валютных доходов от иных валютных операций, и за счет амортизационных отчислений

от основных фондов, приобретенных за валюту и выраженных в валюте, покрывает свои затраты в валюте.

Валютное самофинансирование исходит из принципа превышения величины собственных источников валютных средств над их затратами.

Поэтому при использовании расчетов в валюте предприятию-инвестору приходится анализировать две составляющие самофинансирования: рублевую и валютную. Причем покрывать перерасход валюты рублевыми поступлениями при анализе эффективности самофинансирования не рекомендуется.

7.4. Роль доходов населения как источника финансирования инвестиций

Остро нуждающаяся в инвестициях российская экономика после августовского кризиса 1998 года столкнулась с проблемой поиска новых, внутренних источников финансирования. В этих условиях целесообразно обратиться к традиционному и испытанному источнику кредитов — сбережениям населения. Действительно, именно объем накоплений в стране, являющихся потенциальными инвестициями, создает задел для будущего развития производства.

Понятие сбережений и инвестиций, соотношение между ними и их взаимодействие являются одним из определяющих факторов решения стоящих перед Россией проблем по выходу из затянувшегося инвестиционного кризиса.

Финансовые активы населения, как часть богатства семьи формируются за счет сбережений — неиспользованной части доходов физических лиц или семей. Являясь отложенным потреблением, накопленная сумма денежных активов образует инвестиционный потенциал государства, а его активное привлечение в качестве инвестиций в экономику является одной из главных предпосылок обеспечения экономического роста.

Получаемые доходы население использует на конечное потребление (приобретение необходимых товаров и услуг, оплату обязательных платежей и т.д.) и сбережение. Сбережение населения в России традиционно осуществляется в формах накопления наличных денег («на руках») и банковских вложений, причем обе эти формы осуществляются как в национальной, так и в иностранной валюте. Кроме того, физические лица имеют возможность разместить свободные денежные средства в ценные бумаги государства и частных компаний, либо осуществлять страховые взносы. Каждый вид сбережений имеет свои преимущества и недостатки, сопряжен с рисками различной степени и связан с получением того или иного дохода. При этом человек, выбирая ту или иную форму сбережений, стремится получить максимальный доход при минимальном риске.

Задачей организации, размещающей у себя свободные средства граждан, является получение максимальной прибыли от оказания услуги по размещению средств и возможному их использованию. Кроме того, государство, должно создать такие условия, при которых стало бы возможным максимальное использование сберегаемых средств граждан в качестве финансовых ресурсов кредитования экономики.

На сегодняшний день в России складывается ситуация, когда население традиционно всем альтернативным формам сбережений предпочитает хранение денег на руках. Это наиболее ликвидная форма хранения средств, причем отсутствует риск потери всех или части сбережений в результате банкротства банка, падения стоимости ценных бумаг на рынке, либо внезапного политического кризиса или других чрезвычайных обстоятельств; могущих повлечь замораживание или уничтожение вложенных сбережений.

Однако явные недостатки хранения денег «на руках» очевидны: эти средства не только не приносят дохода их владельцам (за исключением валютных сбережений на фоне роста курса этих валют), в условиях инфляции они постепенно обесцениваются и теряют покупательную способность, кроме того, эти сбережения подвергаются риску быть отобранными криминальным путем, утерянными, в том числе по причине все тех же политических рисков, либо природных катаклизмов.

С точки зрения государства, эти средства (при условии, что они не будут потрачены на конечное потребление) являются своего рода потерянными для экономики, так как, не будучи инвестициями, они не вовлечены непосредственно в процесс производства материальных благ.

Несмотря на это, россияне предпочитают именно его, настороженно относясь к остальным формам сбережений. Причинами здесь являются: недоверие отечественной банковской системе и правительству населения, неоднократно лишившегося всех или части сбережений, вследствие принятия властями неожиданных, плохо продуманных шагов в области денежно-кредитной политики

Доходы населения и их влияние на инвестиционный процесс можно рассматривать в двух аспектах:

- как источник финансирования инвестиций, как инвестиционный потенциал развития, который, создавая определенный резерв роста экономики, оказывает влияние на уровень и качество жизни населения;
- как потенциальную возможность для роста потребительских расходов населения.

Одним из источников финансирования инвестиций являются денежные доходы населения, а именно их сбережения. В западных странах на сбережения населения приходится до 70% всех денежных накоплений. Сбережения населения, как разница между

доходами и расходами, выступают средством не только и не столько краткосрочного, как долгосрочного кредитования.

Стоит отметить, что в последнее время расширилось понимание сбережений, под которыми теперь понимают доходы населения. Это связано в первую очередь с развитием безналичных расчетов, когда основная масса населения, например, в ФРГ 99% всего населения получает заработную плату в виде перечисления денег на счета в банки, а расплачивается за товары и услуги тоже безналичным путем. В этом случае всегда существует определенный лаг времени между поступлением средств на текущий счет и списанием их, что дает возможность банкам использовать данные денежные средства как источники краткосрочных вложений, а срочные и сберегательные счета считаются реальными долгосрочными вложениями. Увеличение доходов населения в развитых странах привело к увеличению средств не только на текущих счетах, но и к появлению долгосрочной тенденции роста доли срочных и сберегательных счетов, что и предполагает значительные средства для инвестиций.

Общий объем свободных денежных средств населения в России до кризиса 1998 года оценивался в 20-40 млрд. долл. Сегодня этот показатель значительно больше. В то же время эффективность рынка частных сбережений в России остается весьма низкой, поскольку основная их доля сосредоточена вне банковского сектора. Если посмотреть на этот источник средств для наших банков, то картина здесь не совсем утешительная.

Во-первых, в нашей стране практически отсутствует понятие сберегательных вкладов в классическом понимании, их рассматривают как разновидность срочных вкладов. Таким образом, банковские вклады не выполняют основное свое предназначение — сохранность сбережений с одновременным их приращением.

Во-вторых, несмотря на превышающие размеры срочных вкладов по отношению к вкладам населения до востребования они в основном краткосрочны.

В-третьих, еще одна проблема, не все банки работают с населением, а, следовательно, этот источник не является для всех банков приоритетным (доля вкладов физических лиц в пассивах крупнейших банков составляет в среднем 18%). На сегодняшний день приоритет работы с населением сохраняется за Сбербанком России. Основная часть пассивов формируется за счет привлечения вкладов населения. В структуре всех банковских вкладов населения доля Сбербанка составляет около 90%. Кроме того, в ряде регионов практически все рублевые банковские вклады наших сограждан сосредоточены в Сбербанке.

В-четвертых, именно здесь в большей степени проявляется взаимодействие экономических, политических и социальных факторов. Снижающийся курс рубля, увеличивающаяся инфляция, не всегда покрываемая процентами по вкладам, снижающиеся

реальные доходы, недоверие к банкам и правительству, приводят к тому, что в банках оседает лишь часть сбережений, а большая часть минует кредитную систему, что не позволяет говорить о превращении всех сбережений в инвестиции.

Низкий уровень устанавливаемых банками процентных ставок по депозитам населения по сравнению с фактическими темпами инфляции не способствует повышению привлекательности вкладов населения. Так, например, в течение последних десяти лет в нашей стране процентные ставки, выплачиваемые по вкладам граждан, часто, а особенно в 1990-1993 годы, оказывались ниже темпов инфляции, в результате чего постоянно сокращалась реальная стоимость сберегаемых средств. В то же время отличительной чертой является постепенная переориентация населения на увеличение вложения средств в депозиты со сроками более одного года.

Банковская система лишается значительной части денежных средств и, вследствие того, что население все чаще использует иностранную валюту в качестве одного из надежных финансовых инструментов, позволяющих сохранить сбережения от инфляционного обесценения.

Таким образом, чтобы мобилизовать и организовать данный инвестиционный ресурс необходимо увеличить привлекательность банков для вкладов населения. Принимая во внимание, что банковские вклады и депозиты — практически единственный на сегодня источник средств населения, пользующийся относительным доверием россиян, государство должно создать все условия для максимально полного использования возможностей банковской системы в перераспределении свободных средств населения в кредитные ресурсы для экономики.

Какими же формами и методами можно стимулировать население к хранению денег в банках? По нашему мнению ими являются:

- во-первых, расширение спектра услуг банковского обслуживания, это ипотечное кредитование, потребительский кредит, открытие анонимных, или «номерных» счетов и др.;
- во-вторых, выработка властью законов, позволяющих создать действенный механизм гарантирования частных вкладов в банках, и первый шаг уже сделан — это система обязательного страхования вкладов населения;
- дальнейшее развитие системы безналичных расчетов при помощи пластиковых карт, как при оплате труда, так и в сфере торговли и предоставлении услуг населению.

Но не все средства сбережений являются эффективными для общественного производственного процесса. Поэтому вопрос, в какой форме граждане сберегают денежные средства, приобретает общественно-экономическое значение в связи с тем, что накопления

могут преобразоваться в ту или иную форму сбережений и, соответственно, либо участвуют в процессе производства материальных благ, либо нет. Например, покупка сертификата акций на вторичном фондовом рынке не является реальным инвестированием в компанию, которая выпустила акции, однако позволяет компаниям иметь долгосрочный капитал. Подобным образом сбережения, внесенные на счет в строительную компанию, ссужаются тем, кто собирается приобрести дом или квартиру, и являются капиталом для покупки дома. Сбережения, помещенные в банк, также могут быть пущены в дело. Из этого следует, что сбережения и инвестиции тесно взаимосвязаны. Без сбережений не может быть инвестиций, последние являются естественным результатом первых.

Значение проблемы эффективного использования сбережений граждан можно определить с помощью понятия «парадокс бережливости». Оно выражается в том, что, в то время как сбережения могут быть выгодны для отдельного лица, они иногда приносят вред экономике в целом (в том случае, если являются сбережениями «на руках»). С другой стороны, деньги при накоплении в той или иной форме сбережений изымаются из оборота доходов и не могут быть истрачены собственником, что приводит к сокращению спроса на потребительские товары. В конечном счете, уменьшение спроса на товары может привести к общему экономическому спаду. Однако этот парадокс имеет силу только тогда, когда сбережения (средства, не потраченные на потребление) не используются на финансирование инвестиций (основного производственного капитала). Таким образом, средства сбережений населения играют жизненно важную роль в возврате денежных средств в кругооборот доходов через механизм инвестирования.

Для развития инвестиционных процессов российской экономики следует решить и такую проблему — как рост денежных доходов населения, от которых зависит сама возможность сбережения. К сожалению, рост доходов населения сегодня не достиг того уровня, при котором возможен существенный рост личных сбережений.

Проведение политики поддержания денежных доходов населения способствует повышению уровня жизни населения, а значит и росту инвестиционных ресурсов.

Сегодня стимулировать инвестиционный процесс можно, только увеличивая конечный спрос, состоящий из потребительского спроса и инвестиционного спроса. Между ростом объема продаж, а, следовательно, и потреблением населения, и увеличением инвестиций прослеживается взаимосвязь. На это указывал Дж. Кейнс, отмечая, что имеется достаточно оснований для одновременных действий в двух направлениях — увеличения инвестиций, и увеличения потребления.

В отличие от неоклассиков, Дж. Кейнс исходил из того, что решение всех жизненно важных проблем рыночной экономики следует искать не на стороне предложения ресурсов, а

на стороне спроса, обеспечивающего реализацию этих ресурсов. Если вся прежняя политическая экономия доказала, что основой роста экономики является бережливость, воздержание от потребления, накопление сбережений, то Дж. Кейнс сделал упор на то, что бережливость не может существовать без предприимчивости, что как только бережливость опережает предприимчивость, она положительно мешает оживлению последней.

Когда речь идет об инвестиционном процессе, то чаще всего обращается внимание на инвестиции, их источники, но не учитывается их связь с конечными результатами этого процесса — с потреблением, его динамикой, социальным развитием общества.

Рост денежных доходов населения способствует расширению роста спроса домашних хозяйств на покупку товаров и услуг, стимулированию развития отечественного производства. Потребительские расходы населения в последние годы растут. Однако факты свидетельствуют о том, что потребительские расходы увеличиваются в основном за счет роста цен, а не количества и качества приобретаемых товаров и услуг.

Поэтому важен такой аспект, как роль финансовых активов населения в текущем обороте их доходов, следовательно, в изменении потенциальных возможностей расширения потребления семьями товаров и услуг, свободе выбора их качества и структуры, а также возможности выбора для каждой семьи уровня комфортабельности жилья, степени грамотности, заботы о здоровье, характеризующие, в сущности, качество жизни. Доходы большинства населения так малы, что они могут себе позволить лишь один набор прожиточного минимума. Поэтому семьи в сложившейся ситуации чаще использовали отложенные ранее сбережения, нежели пополняли их.

Сегодня склонность населения к сбережению объясняется не столько высоким уровнем жизни, сколько нестабильностью социально-экономической ситуации в стране, высокими рисками потери места работы и других источников доходов, высокими инфляционными и девальвационными ожиданиями, непредсказуемостью перспектив сохранения приемлемого уровня материального обеспечения. Поэтому сбережения играют роль инструментов самозащиты и самосохранения от социальных рисков и угроз.

В социально-экономической ситуации, в которой оказалась наша страна, реформирование доходов населения — это не второстепенная, а первоочередная проблема. Формирование социально ориентированной рыночной экономики, цивилизованного рынка предполагает реализацию общемировых тенденций, которые достаточно отчетливо проявились в странах с развитой рыночной экономикой.

С учетом этих тенденций необходимо существенно повысить уровень заработной платы, тем более что для этого имеются достаточные экономические основания. В России на 1 долл. Зарботной платы среднестатистический работник производит примерно в 3 раза

больше конечной продукции, чем аналогичный работник США. ООН давно признала, что часовая заработная плата ниже 3 долл. Является предельной. Заработная плата российского работника намного ниже этого порогового участия.

Установление заработной платы на уровне не ниже прожиточного минимума не решает полностью данную проблему. Это связано с тем, что прожиточный минимум позволяет удовлетворять лишь насущные потребности населения, не давая возможности осуществлять расширенное воспроизводство рабочей силы. Поэтому установление заработной платы на этом уровне не приведет автоматически к увеличению сбережений населения. Для активизации этого процесса необходимо приложить огромные усилия.

Поэтому, нынешний крайне низкий уровень доходов основной части населения является главным сдерживающим фактором инвестиций и, тем более, оживления инвестиционного процесса в стране.

7.5. Иностранные инвестиции

Актуальность использования иностранных инвестиций в экономике России сегодня очевидна. Подобно другим странам, для России иностранные инвестиции служат фактором ускорения экономического и технического прогресса, обновления и модернизации производства, овладения передовыми методами организации производства, обеспечения занятости и подготовки кадров, отвечающих требованиям рыночной экономики. Практика показывает, что мировое хозяйство в целом и отдельные страны в частности, не могут эффективно функционировать без перелива капитала в международном масштабе и его активного использования.

В соответствии с Федеральным законом «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» от 09.06.99 г. № 160-ФЗ под иностранными инвестициями понимается 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 и не ограничены в обороте в Российской Федерации в соответствии с федеральными законами, в том числе денег, ценных бумаг (в иностранной валюте и валюте Российской Федерации), иного имущества, имущественных прав, имеющих денежную оценку исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности (интеллектуальную собственность), а также услуг и информации.

Иностранные инвестиции могут осуществляться в различных формах. В зависимости от формы собственности выделяют:

— государственные иностранные инвестиции, осуществляемые государственными бюджетами и предоставляемые в виде государственных займов, кредитов, грантов, финансовой помощи;

— частные иностранные инвестиции представляют собой вложение средств иностранных инвесторов в объекты инвестирования, находящиеся за пределами данной страны;

— смешанные иностранные инвестиции — это вложения, осуществляемые за пределы страны совместно государством и частными инвесторами.

При анализе иностранных инвестиций необходимо учитывать их деление на прямые, портфельные и прочие.

Прямой иностранной инвестицией считается приобретение инвестором не менее 10 процентов доли, долей (вклада) в уставном (складочном) капитале коммерческой организации, созданной или вновь создаваемой на территории Российской Федерации в форме хозяйственного товарищества или общества в соответствии с гражданским законодательством Российской Федерации; вложение капитала в основные фонды филиала иностранного юридического лица, создаваемого на территории Российской Федерации; осуществление на территории Российской Федерации иностранным инвестором как арендодателем финансовой аренды (лизинга) оборудования, таможенной стоимостью не менее 1 млн рублей.

К портфельным иностранным инвестициям относятся вложения капитала в акции, не дающих права вкладчикам влиять на деятельность предприятия и составляющих менее 10 процентов общего объема акционерного капитала; а также вложения в облигации, векселя, другие долговые обязательства, государственные и муниципальные ценные бумаги.

К прочим инвестициям относятся вклады в банки, товарные кредиты и т.п.

Среди перечисленных видов инвестиций приоритет отдается прямым иностранным инвестициям, так как они оказывают благотворное воздействие на развитие экономики страны, а именно:

- способствуют росту инвестиционной активности в стране;
- стимулируют вложения в обновление и развитие основного производства;
- способствуют внедрению передового менеджмента, достижений науки и техники в производство;
- активизируют конкуренцию и стимулируют развитие малого и среднего бизнеса;
- обеспечивают рост занятости населения, повышение доходов населения;
- обеспечивают рост налоговых поступлений в бюджет принимающей страны и др.

Из года в год растут объемы инвестиций, поступивших в Россию от иностранных инвесторов (таблица 9), что свидетельствует о привлекательности Российской экономики для иностранных инвестиций.

Таблица 9.

Объем инвестиций,
поступивших от иностранных инвесторов, по видам
(млн долл. США)²²

	2000	2001	2002	2003
Всего инвестиций	10958	14258	19780	29699
в том числе:				
— прямые инвестиции	4429	3980	4002	6781
из них:				
взносы в капитал	1060	1271	1713	2243
кредиты, полученные от зарубежных совладельцев организаций	2738	2117	1300	2106
прочие прямые инвестиции	631	592	989	2432
— портфельные инвестиции	145	451	472	401
из них:				
акции и паи	72	329	283	369
долговые ценные бумаги организаций	72	105	129	32
прочие портфельные инвестиции	1	17	60	-
— прочие инвестиции	6384	9827	15306	22517
из них:				
торговые кредиты	1544	1835	2243	2973
прочие кредиты	4735	7904	12928	19220
кредиты правительств иностранных государств под гарантии правительства РФ	23	36	45	131
прочее	82	52	90	193

Объемы и структура иностранных инвестиций обусловлена совокупностью социальных, организационных, правовых, политических и иных условий, определяющих привлекательность и целесообразность инвестирования в экономику страны, и являющейся ее инвестиционным климатом.

Оценивая инвестиционный климат страны, необходимо учитывать:

— проводимую государственную инвестиционную политику в стране, в частности масштаб государственной поддержки, стабильность политической власти, соблюдение гарантий и соглашений и др.;

— экономическую обстановку в стране: динамику ВВП, инфляции, объемов промышленной продукции, ситуацию на рынке труда, развитость денежно-кредитной, финансовой, бюджетной, налоговой систем и др.;

²² Россия в цифрах. 2004: Крат. стат.сб./ Федеральная служба государственной статистики. — М., 2004. — С. 364.

— стабильность нормативно-правовой базы, регулирующей инвестиционную деятельность в стране и др.

Необходимость анализа составляющих инвестиционного климата связана, во-первых, с оценкой уровня инвестиционного риска, на который пойдет иностранный инвестор, вкладывая капитал в ту или иную страну, и, во-вторых, с оценкой целесообразности, привлекательности и доходности будущих вложений. Поэтому готовность иностранных инвесторов вкладывать капитал в экономику различных стран определяется состоянием существующего инвестиционного климата в той или иной стране.

Информацию о рейтинге инвестиционной привлекательности различных стран представляют эксперты Всемирного банка, рейтинговые агентства. Результаты проводимых оценок инвестиционного климата и результатов рейтинговой оценки публикуются в специализированных изданиях: «Fortune», «Euromoney», «The Economist», «IBCA», «Moody's», в «Ежегодной статистической карте» и др.

Не смотря на усилия российского государства, состояние инвестиционного климата в стране нельзя признать в полной мере привлекательным для иностранных инвесторов. Сложившаяся ситуация связана с такими негативными факторами, как недавний экономический и инвестиционный кризис в стране; находящаяся на стадии развития, кредитно-банковская система; недостаточная развитость инфраструктуры; различия в региональной проведении инвестиционной политики и др.

И все же инвестиционная привлекательность российской экономики для иностранных инвесторов обеспечивается множеством качественных параметров:

- обширным национальным рынком, большим разнообразием объектов вложения капитала, начавшимся в стране экономическим ростом;
- наличием высококвалифицированной и сравнительно дешевой рабочей силы;
- наличием разнообразных богатых природных ресурсов;
- реформированием системы налогообложения в части снижения налогового бремени и др.

Глава 8. Способы мобилизации инвестиционных ресурсов

8.1. Долгосрочное кредитование капитальных вложений

Одним из наиболее распространенных способов привлечения заемных средств для финансирования инвестиционных проектов является долгосрочное кредитование капитальных вложений.

При этом немаловажное значение для заемщика имеет уровень учетного процента, который определяется спросом и предложением на ссудный капитал, величиной процента по депозитам, уровнем инфляции в стране, ожиданиями инвесторов относительно перспектив развития экономики. Проценты, взимаемые банками, дифференцируются в зависимости от сроков и размеров предоставленных кредитов, их обеспеченности, формы кредитования, степени кредитного риска и т.д. В настоящее время инвесторы привлекают кредит в те сферы предпринимательской деятельности, которые дают быструю отдачу.

С позиции возможностей долгосрочного кредитования предприятий большое значение имеет развитие сети инвестиционных банков.

Необходимость долгосрочного кредита объективно вытекает из несоответствия имеющихся у предприятия средств и потребностей в них для расширения производства. Именно в этих условиях возникают кредитные отношения долговременного характера. Это дает возможность заемщику получить деньги раньше, чем он сможет их извлечь из обращения после реализации товара. Преимущество кредитного метода финансирования капитальных вложений связано с возвратностью средств. Это предполагает взаимосвязь между фактической окупаемостью капитальных затрат и возвратом долгосрочного кредита в срок.

Долгосрочное банковское кредитование капитальных вложений осуществляется при строгом соблюдении определенных принципов, которые являются главным элементом системы кредитования, поскольку отражают сущность и содержание кредита. К принципам кредитования относятся:

- возвратность, то есть обязательная выплата кредитору суммы основного долга на оговоренных условиях. Эта особенность отличает кредит от других экономических категорий товарно-денежных отношений;
- платность банковского кредита основывается на возмездном характере услуг, оказываемых банками при кредитовании. За предоставление банковской ссуды, как правило, взимается определенная плата в виде процентов. Размер процентной ставки устанавливается сторонами по кредитному договору;
- под срочностью подразумеваются заранее оговоренные сроки возврата кредитору заемных средств. То есть срочность — временная определенность возвратности кредита, нарушение которой влечет за собой применение определенных санкций. Срок кредитования является предельным временем нахождения ссудных средств в распоряжении заемщика.

При долгосрочном банковском кредитовании большое значение имеет принцип целевого использования. В этой связи, объектами долгосрочного банковского кредитования являются:

- строительство, расширение, реконструкция и техническое перевооружение объектов производственного и непроизводственного назначения;
- приобретение движимого и недвижимого имущества (машин, оборудования, транспортных средств, зданий и сооружений);
- образование совместных предприятий;
- создание научно-технической продукции, интеллектуальных ценностей и других объектов собственности;
- осуществление природоохранных мероприятий.

К перечисленным принципам банковского кредитования можно добавить еще обеспечение возвратности кредита. Обеспечение — это способ возврата банковского кредита, который может быть реализован с помощью залога, банковских гарантий, страхования и других способов, предусмотренных законодательством и договором между партнерами.

От форм обеспечения кредита зависит его стоимость. Считается, что, чем надежнее обеспечение кредита, тем ниже уровень его стоимости. Обеспечение — это виды и формы гарантированных обязательств заемщика перед кредитором по возвращению кредита в случае его возможного невозврата заемщиком.

Гражданским кодексом РФ предусмотрено, что исполнение основного обязательства может подкрепляться такими средствами обеспечения, как: залог, неустойка, банковская гарантия, поручительство, задаток, а также другими способами, предусмотренными законом или договором.

Залог — право кредитора получать возмещение из стоимости заложенного имущества приоритетно перед другими кредиторами.

Одним из наиболее распространенных способов обеспечения исполнения кредитного обязательства является поручительство. Поручитель обязуется перед кредитором отвечать за исполнение заемщиком его обязательства полностью или частично. Поручительство могут давать как юридические, так и физические лица. Для оформления отношений по поручительству, между поручителем и банком-кредитором подписывается договор поручительства.

В соответствии с Гражданским кодексом РФ в качестве банковской гарантии банк, иное кредитное учреждение или страховая организация (гарант) дают по просьбе другого лица

(принципала) письменное обязательство уплатить кредитору принципала (бенефициару) денежную сумму по предъявлении бенефициаром письменного требования о ее уплате.

Одним из наиболее важных способов обеспечения исполнения обязательства является неустойка — это денежная сумма, которую должник обязан уплатить кредитору в случае неисполнения или ненадлежащего исполнения обязательства. Неустойка устанавливается как процент от суммы несвоевременного исполнения обязательства за каждый день просрочки.

В качестве одной из форм исполнения обязательств, Гражданским кодексом определяется — задаток. Задатком признается денежная сумма, выдаваемая одной из договаривающихся сторон в счет причитающихся с нее по договору платежей другой стороне в доказательство заключения договора и в обеспечение его исполнения.

Аванс — это денежная сумма (или иная имущественная ценность), которая передается в счет исполнения договорного обязательства. Аванс учитывается в счет окончательного платежа, предусмотренного договором.

Удержание имущества должника. Суть этого способа в том, что кредитор, у которого находится вещь, подлежащая передаче должнику либо лицу, указанному должником, вправе удерживать ее до тех пор, пока соответствующее обязательство не будет исполнено должником.

Кроме того, формой обеспечения кредита является требование банка держать без использования определенную часть полученного кредита (обычно в размере 10%) в виде компенсационного остатка денежных активов на расчетном счете предприятия.

Поэтому основными факторами, повышающими стоимость банковского кредита и снижающими реальный размер используемых предприятием кредитных средств, являются:

- использование учетной ставки при расчете кредитного процента;
- авансовый платеж суммы процента по кредиту;
- частичная выплата суммы основного долга на протяжении кредитного периода;
- хранение определенной суммы кредитных средств компенсационного остатка денежных активов.

Долгосрочное банковское кредитование, не смотря на заемный характер, является весьма привлекательным. Получение банковского кредита, в принципе, не связано с размерами производства заемщика, устойчивостью формирования прибыли, как это учитывается при мобилизации средств на финансовых рынках. Объемы привлекаемого капитала с использованием банковского кредита теоретически могут быть сколь угодно большими; оформление и получение кредита может быть осуществлено в кратчайшие сроки.

Однако главное, в этом случае, убедить банкира выдать долгосрочный кредит на приемлемых для заемщика условиях.

В течение всего срока кредитования банки обязаны осуществлять контроль за своевременным освоением созданных за счет долгосрочного кредита производственных мощностей и накоплением средств для своевременного возврата полученных кредитов. Использование заемных средств усиливает материальную ответственность предприятия за более рациональное использование средств, направляемых на инвестирование.

В условиях рыночной экономики особое значение для предприятия-инвестора имеет величина процентной ставки по кредиту. Ставка процента за кредит различается по формам, видам и размерам. Поэтому в процессе анализа альтернативных вариантов следует остановиться на наиболее привлекательном варианте для предприятия-заемщика.

Размер (уровень) кредитной ставки устанавливается на основе стоимости межбанковского кредита, формируемой на базе учетной ставки центрального банка и средней маржи коммерческих банков; прогнозируемого темпа инфляции; вида кредита и его срока; уровня премии за риск с учетом финансового состояния заемщика и формы обеспечения кредита.

Форма кредитной ставки характеризует ее динамику во времени. Поэтому кредитная ставка может быть фиксированной (постоянной) и плавающей (изменяющейся).

Вид кредитной ставки (процентная и учетная) влияет на стоимость банковского кредита. Если размер этих ставок одинаков, то использование процентной ставки будет более преимущественным по сравнению с учетной.

Например. Размер учетной и процентной ставок одинаков и составляет 10%. Сравним эффективность уплаты суммы процента по этим ставкам, если стоимость кредита составляет 500 тыс. руб.

При учетной ставке будущая стоимость кредита составит 500 тыс. руб. Сумма выплат процента по учетной ставке составит 50 тыс. руб. Настоящая стоимость используемого кредита (при его получении) 450 тыс. руб. ($500 - 50$).

При процентной ставке настоящая стоимость используемого кредита (при его получении) 450 тыс. руб. Сумма выплат процента по учетной ставке составит 45 тыс. руб. Будущая стоимость кредита составит 495 тыс. руб.

Эффект составит 5 тыс. рублей, или 11% от суммы процента за кредит.

Условия выплаты суммы процента также могут быть альтернативными, среди них выделяются следующие:

- выплата всей суммы процента в момент предоставления кредита;
- выплата суммы процента равномерными частями;

- выплата суммы процента в момент уплаты основного долга.

Например. Определим эффективность банковского кредита в сумме 500 тыс. руб. При различных условиях уплаты процента. Процентная ставка за кредит 10%.

При выплате всей суммы процента в момент предоставления кредита. Сумма кредита — 500 тыс. руб. Сумма авансовых выплат процента — 50 тыс. руб. Сумма реально используемого кредита составит 450 тыс. руб.

При выплате суммы процента равномерными частями: 50% авансом и 50% при погашении. Сумма кредита — 500 тыс. руб. Сумма авансовых выплат процента — 25 тыс. руб. Сумма реально используемого кредита составит 475 тыс. руб.

При выплате суммы процента в момент уплаты основного долга. Сумма кредита — 500 тыс. руб. Сумма авансовых выплат процента — 0 тыс. руб. Сумма реально используемого кредита — 500 тыс. руб.

Таким образом, при неизменном размере процентной ставки размер реально используемого кредита в третьем варианте является наиболее привлекательным.

На уровень процентной ставки по долгосрочному банковскому кредиту оказывает влияние целый ряд факторов:

- величина процентов по депозитам;
- возможность получения долгосрочного кредита в других коммерческих банках на более льготных условиях;
- учет кредитором характера партнерских взаимоотношений с заемщиком, его финансового состояния, длительности и прочности связей;
- учет банком альтернативных вариантов вложения (инвестирования) средств в другие активы с целью получения максимального дохода;
- учет банком возможного риска кредитования, особенно по инновационным программам.

В свою очередь факторами, которые коммерческие банки учитывают при установлении платы за кредит, являются:

- ставка рефинансирования по кредитам, которые ЦБ РФ предоставляет коммерческим банкам;
- средняя процентная ставка по межбанковским кредитам, то есть за ресурсы, покупаемые у других коммерческих банков для своих активных операций;
- средняя процентная ставка, уплачиваемая банком своим клиентам по депозитным счетам различного вида;
- структура кредитных ресурсов банка (чем выше доля привлеченных средств, тем дороже кредиты);

— спрос и предложение на кредиты со стороны клиентов (чем меньше спрос, тем дешевле кредит и наоборот);

— срок и вид кредита, а точнее степень риска для банка непогашения кредита в зависимости от обеспечения;

— стабильность денежного обращения в стране (уровень инфляции).

Получение долгосрочного банковского кредита обычно сопровождается предоставлением банку экономических расчетов, подтверждающих способность заемщика расплатиться в дальнейшем за полученный кредит и погасить его в срок. Кроме того, кредитный договор может предусматривать и целевое использование кредита.

Разработка политики привлечения долгосрочного банковского кредита осуществляется предприятием в следующем порядке.

Во-первых, определяются цели использования банковского кредита, которые соответствуют стратегии развития предприятия.

Затем проводится оценка собственной кредитоспособности на основе следующих основных критериев:

- уровня финансового состояния предприятия (на основе ранее рассмотренных финансовых коэффициентов);

- характера погашения предприятием ранее полученных кредитов (как процентов по ним, так и суммы основного долга).

Характер погашения предприятием ранее полученных кредитов считается хорошим, если задолженность по кредиту и процентам по нему погашается в срок или с задержкой не более 90 дней; слабым, — если погашается по истечении срока кредитного договора, но с обязательными текущими выплатами процентов по нему; недостаточным, — если и сроки погашения не соблюдены, и проценты не выплачены.

Результаты оценки кредитоспособности являются критерием присвоения предприятию-заемщику кредитного рейтинга, в соответствии с которым дифференцируются условия кредитования.

Следующим шагом разработки политики привлечения банковского кредита является выбор его видов, а также банков с наиболее приемлемыми условиями кредитования. Критериями такого выбора являются: цели, период и сроки использования кредита; формы обеспечения кредита.

Каждый банк проводит свою кредитную политику, которая формирует предельные границы размера и срока кредита; уровень, форму и вид кредитной ставки; условия выплаты процента и погашения основного долга, а также формы обеспечения кредита.

Предельный размер кредита коммерческие банки устанавливают в соответствии с кредитным рейтингом заемщика и действующей системой обязательных экономических нормативов, утверждаемых центральным банком. Кроме того, обычно коммерческий банк устанавливает собственную систему лимитов суммы отдельных видов кредита.

Предельный срок кредита каждый коммерческий банк устанавливает в соответствии со своей кредитной политикой. Полный срок использования кредита включает три временных периода:

- срок полезного использования (C_k), то есть непосредственного использования в хозяйственной деятельности предприятия;

- льготный период (L), который является резервом времени для аккумуляции необходимых финансовых средств, так как длится с момента окончания полезного использования заемных средств до начала погашения долга;

- срок погашения (Π), или период полной выплаты основного долга и процентов по используемым заемным средствам.

Средний срок использования кредита ($C_{рк}$) определяется по формуле:

$$\tilde{N}_e \approx \frac{\tilde{N}_e}{2} + \ddot{E} + \frac{\ddot{I}}{2}.$$

Срок предоставления кредита считается оптимальным, если в его временных границах реализуется цель его привлечения.

После сравнения условий кредитования различных коммерческих банков и отбора наиболее привлекательного кредитора предприятие-заемщик приступает к переговорам, в ходе которых выравнивает условия кредитования (то есть корректирует исходя из своих целей).

Поскольку процесс привлечения банковского кредита достаточно сложен, и связан с дополнительными затратами, то предприятию-заемщику необходимо создать максимально благоприятные условия для его наиболее эффективного использования. Для этого следует соблюдать следующее правило: уровень кредитной ставки по долгосрочному банковскому кредиту должен быть ниже коэффициента рентабельности активов, а по краткосрочному — ниже уровня кредитуемых хозяйственных операций.

В ходе использования банковского кредита особое внимание уделяется своевременной уплате процентов по нему в соответствии с разработанным платежным графиком, а также обеспечению своевременного и полного погашения суммы основного долга (в том числе и за счет формирования специального фонда погашения кредита).

Условия выплаты суммы основного долга определяются периодами его возврата, и могут быть:

- с частичным возвратом суммы основного долга в течение общего периода функционирования кредита;

- с полным возвратом всей суммы долга по истечении срока использования кредита;

- с возвратом основной или части суммы долга с предоставлением льготного периода по истечении срока полезного использования кредита.

Наиболее привлекательными условиями является третий вариант, так как он дает предприятию время для формирования необходимых финансовых ресурсов для погашения долга.

Выдача долгосрочного кредита на объекты производственного и непроизводственного назначения осуществляется при наличии следующих документов заемщика:

- устава о создании предприятия-заемщика;

- бухгалтерского баланса на последнюю отчетную дату;

- технико-экономического обоснования или бизнес-плана инвестиционного проекта (отражающего экономическую эффективность и окупаемость затрат);

- других документов, подтверждающих финансовое состояние и кредитоспособность предприятия-заемщика (состав учредителей, размер уставного капитала, поручительства и др.).

Важным этапом долгосрочного банковского кредитования капитальных вложений является заключение и исполнение кредитного договора. Согласно действующему законодательству кредитный договор должен быть заключен в письменной форме, иначе он будет признан недействительным.

Структура кредитного договора законом не регламентируется, и на практике он, как правило, имеет следующие разделы:

Вводная часть. В ней фиксируется дата и место подписания сделки. Пространственно-временные координаты отношений сторон устанавливаются по фактическому времени и месту заключения договора. Однако решающее значение имеет не дата его подписания, а дата фактического исполнения кредитором своих договорных обязательств. Здесь же представлены стороны сделки: официальные наименования сторон, указанные в свидетельствах о регистрации и выдаче лицензии, и уполномоченные подписывать договор.

Общие положения:

- предмет договора. Здесь фиксируется договоренность сторон о сумме кредита.

Сумма кредита определяется финансовыми потребностями и возможностями кредитора и заемщика и чаще всего носит индивидуальный характер;

- условия предоставления кредита. К существенным условиям относятся сроки и цели кредита. В договоре фиксируется срок сделки, который определяет временные границы пользования кредитными средствами, погашения основной суммы кредитов и процентов. В кредитных договорах часто предусматривается целевое использование кредита. Дело в том, что, выдавая кредит, банк оценивает риск своих вложений в зависимости от характера объекта кредитования. Заемщик обязан использовать финансовые средства на цель, указанную в кредитном договоре. В кредитном договоре может быть указана не одна, а несколько целей или общее направление использования кредитных средств, например, финансирование гражданского строительства;

- условия и порядок расчетов. Здесь устанавливается механизм погашения кредита.

- права и обязанности сторон;

- прочие условия. Обязательным атрибутом кредитных договоров часто становятся некоторые нестандартные положения, которые способствуют выполнению взаимных договоренностей сторон. Это такие разделы как: «Свидетельства и гарантии», «Ограничивающие условия», «Запрещающие условия», «Санкции при нарушении условий погашения» и др.

В заключении указываются юридические адреса, реквизиты и подписи сторон.

Все вышеперечисленные данные следует обязательно проверять, запросив у заемщиков следующие документы:

1) свидетельство о регистрации;

2) учредительные документы со всеми изменениями и дополнениями;

3) справки банков об открытых счетах;

4) положение о филиале или отделении, если договор подписывается руководителем этого структурного подразделения;

5) положение об органе управления, член которого подписывает договор;

6) приказ руководителя организации о предоставлении одному из директоров права на подписание договора от имени этой организации;

7) доверенность, выданная руководителем организации, в соответствии с которой высокому ответственному лицу организации предоставляется право подписания договора.

Кредитный договор требует должного оформления с тем, чтобы избежать всякого рода осложнений при его реализации, рассмотрении в суде или даже возможной фальсификации. Для этого существует ряд правил, которые следует соблюдать:

- договор, текст которого можно уместить на двух страницах, следует делать с оборотом на одном листе;

- если у договора более двух страниц, то каждую из них следует парафировать (то есть подписать инициалами лиц, уполномоченных на его заключение), все страницы следует пронумеровать, прошнуровать и скрепить печатями обеих сторон на обороте последней страницы;

- любые сделанные в тексте исправления следует оговорить, удостоверяя эти оговорки подписями и печатями сторон.

Иными словами, подготовка и заключение кредитного договора требуют напряженной, квалифицированной работы кредитора и заемщика.

Банковское кредитование реальных инвестиций осуществляется в различных формах, в том числе:

- срочный кредит, предусматривающий предоставление кредита на срок и последующее его погашение;

- контокоррентный кредит, при котором текущий счет предприятия ведется банком-кредитором с оплатой банком расчетных документов и зачислением выручки. При этом банк кредитует недостаточные для погашения внешних обязательств предприятия суммы, в пределах, оговоренных кредитным договором, с последующим возмещением со стороны предприятия-заемщика;

- заложенный кредит подобен контокоррентному кредиту, но оформляется под залог товарно-материальных ценностей или ценных бумаг;

- учетный кредит предоставляется банком путем покупки (учета) векселя предприятия до наступления срока платежа;

- акцептный кредит используется, как правило, во внешней торговле и предоставляется путем акцепта банком выставленных на него экспортером трат.

Таким образом, разнообразие видов долгосрочного кредита позволяет инвесторам использовать его как источник финансирования своих инвестиционных проектов по развитию производственной базы предприятия.

8.2. Инвестиционный налоговый кредит

В соответствии с частью I Налогового кодекса РФ предприятия для финансирования инвестиционных проектов могут использовать инвестиционный налоговый кредит, представляющий собой отсрочку от уплаты налога.

Инвестиционный налоговый кредит может быть предоставлен как по налогу на прибыль (доход) предприятия, так и по региональным и местным налогам. Решение о

предоставлении инвестиционного налогового кредита по налогу на прибыль, поступающего в федеральный бюджет, принимается федеральными органами исполнительной власти; в части, поступающей в бюджет субъекта РФ — финансовыми органами субъекта РФ.

Инвестиционный налоговый кредит предоставляет на условиях срочности, возвратности и платности. Срок предоставления инвестиционного налогового кредита ограничен периодом от 1 года до 5 лет.

Проценты за пользование инвестиционным налоговым кредитом устанавливаются по ставке не менее 50 и не более 75% ставки рефинансирования Центрального банка России.

В соответствии со статьей 67 налогового Кодекса РФ инвестиционный налоговый кредит предоставляется на следующие цели.

1. На проведение научно-технических и опытно-конструкторских работ или технического перевооружения собственного производства. В этом случае инвестиционный налоговый кредит предоставляется в размере 30% стоимости оборудования, используемого для настоящих целей.

2. На осуществление внедренческой или инновационной деятельности, в том числе создание новых или совершенствование применяемых технологий, создание новых видов сырья или материалов.

3. На выполнение предприятием (организацией) особо важного заказа по социально-экономическому развитию региона или предоставление им особо важных услуг населению.

В последних двух случаях размер инвестиционного налогового кредита определяется по соглашению между налогоплательщиком и уполномоченным органом.

Инвестиционный налоговый кредит предоставляется на основе заявления предприятия-заемщика и необходимой документации, подтверждающей необходимость предоставления кредита.

При принятии положительного решения между уполномоченным органом и организацией-налогоплательщиком заключается договор об инвестиционном налоговом кредите. Форма договора устанавливается органом исполнительной власти, принимающим решение о выделении кредита.

В договоре об инвестиционном налоговом кредите предусматривается:

- срок действия договора;
- сумма кредита;
- процентная ставка за пользование кредитными ресурсами;
- порядок погашения кредита и начисленных процентов по кредиту;
- условия обеспечения возвратности кредита (договор залога или поручительства);
- ответственность сторон;

— порядок расторжения договора.

Копия заключенного договора об инвестиционном налоговом кредите в пятидневный срок представляется организацией-налогоплательщиком в налоговый орган по месту ее учета.

Организация-налогоплательщик может одновременно получить несколько инвестиционных налоговых кредитов, но только в том случае, если осуществляемые ей инвестиционные проекты соответствуют предъявляемым требованиям. Кроме того, наличие инвестиционного налогового кредита не может служить основанием для отказа в получении нового.

8.3. Ипотечное кредитование

Одной из наиболее распространенных форм кредитов являются ссуды под залог недвижимого имущества, или ипотечные кредиты.

Еще в Греции в VI веке до нашей эры появляется новый вид обеспечения кредита — земельный залог. На границе заложенного участка кредитор ставил столб с надписью, что это имущество служит ему обеспечением претензии на такую-то сумму. Этот столб и назывался «ипотекой» (подставкой).

Развитие ипотечное кредитование получило в Германии. В 1770 г. в Бреславле королем Пруссии Фридрихом II был основан первый ипотечный банк — Селезское кредитное общество. А первый частный акционерный «чисто ипотечный» банк был создан в 1862 г. во Франкфурте.

В России первые государственные ипотечные дворянские банки были созданы в Москве и Петербурге в 1754 г. А первый негосударственный акционерный земельный банк — в 1864 г. в Одессе.

Сегодня под «ипотекой» понимают залог недвижимого имущества с целью получения ссуды, при котором заимодавец имеет право на удержание заложенного имущества в случае неуплаты долга. Ипотечное кредитование основывается на традиционных принципах: срочности, возвратности, платности, а особое значение придается его целевому характеру и обеспечению.

Предметом ипотеки могут быть земельные участки, предприятия, а также здания, сооружения и иное недвижимое имущество, используемое в предпринимательской деятельности, жилые дома, квартиры и части жилых домов и квартир, состоящие из одной или нескольких изолированных комнат, дачи, садовые дома, гаражи и другие строения

потребительского назначения, воздушные и морские суда, суда внутреннего плавания и коммерческие объекты.

Подобная форма кредитных отношений широко распространена в странах с рыночной экономикой. Это связано с тем, что ипотечный кредит обладает существенными преимуществами по сравнению с другими видами кредита: он уменьшает степень риска для обеих сторон. Должник получает кредит на весьма длительный период и при этом имеет возможность сохранить за собой заложенную недвижимость, не рискуя остальным имуществом. Кредитор же получает беспроигрышный вариант возмещения ссуды. Заложенная недвижимость может продолжать приносить доход: сдаваться в аренду, использоваться как производственный объект и т.д. И, таким образом, за время действия договора можно уменьшить или полностью покрыть сумму долга.

Особенностью ипотечного кредитования является порядок оформления отношений между кредитором и заемщиком. Основными документами, определяющими эти взаимоотношения, являются:

- кредитный договор;
- договор о залоге (об ипотеке).

В кредитном договоре определяются следующие основные положения:

- 1) цель получения кредита;
- 2) срок и размеры кредита;
- 3) порядок выдачи и погашения кредита;
- 4) инструмент кредитования (процентная ставка, условия и периодичность ее изменения);
- 5) условия страхования залога;
- 6) способ и форма проверки обеспеченности и целевого использования кредита;
- 7) санкции за нецелевое использование и несвоевременный возврат кредита;
- 8) размер и порядок уплаты штрафов;
- 9) порядок расторжения договора;
- 10) дополнительные условия по соглашению кредитора и заемщика.

Взаимоотношения должника и кредитора зависят от того, как заключен ипотечный договор. В разных странах существуют свои юридические особенности его оформления, но есть и общие черты.

Российским законодательством установлено, что договор об ипотеке должен нотариально удостоверяться и подлежать государственной регистрации. Несоблюдение этих правил влечет его недействительность. Государственная регистрация договора об ипотеке является основанием для внесения в Единый государственный реестр прав на недвижимое

имущество и сделок с ним записи об ипотеке. После государственной регистрации ипотеки органом регистрации первоначальному залогодержателю выдается закладная.

Закладная является именной ценной бумагой, удостоверяющей право на получение исполнения по денежному обязательству, обеспеченному ипотекой, без представления других доказательств существования этого обязательства, а также право залога на имущество, обремененное ипотекой. Закладная должна содержать некоторые обязательные элементы. Она определяет права и обязанности сторон; положения, связанные с нарушениями условий займа; размер налоговых, страховых и других выплат, осуществляемых заемщиком. В закладной рассматривается процедура продажи и отчуждения заложенного имущества, передачи закладной третьей стороне.

Заложенное имущество подлежит страхованию залогодателем от рисков утраты или повреждения в пользу кредитора. При этом страховая сумма должна быть не менее размера обеспеченного ипотекой требования.

Поэтому одним из важных моментов ипотечного кредитования является оценка собственности, предлагаемой в качестве залога, так как расчеты на платежеспособность должника могут не оправдаться, и тогда для погашения долга банк будет вынужден обратиться к стоимости залога. Основная сумма долга по обеспеченному ипотекой обязательству по договору или закладной не должна превышать 70% рыночной стоимости недвижимого имущества, выступающего предметом ипотеки.

В развитии ипотеки существенную роль играет страхование рисков. Выдача ипотечных закладных сопровождается двумя видами рисков.

1. Кредитный риск, то есть риск того, что заемщик не выполнит свои обязательства своевременно и полностью. Кредитный риск является своеобразной комбинацией риска дефолта заемщика (вероятности его возникновения) и риска залога (то есть невозможности компенсировать затраты кредитора за счет продажи заложенного имущества из-за падения цен на недвижимость и т.п.).

2. Риск ликвидности. Он связан с возможностью быстро реализовать закладную без существенного снижения стоимости, и зависит от развитости рыночной инфраструктуры (скорости реализации ценных бумаг на рынке). Устранению (снижению) риска способствует стандартизация бумаг, когда на вторичном рынке обращаются не сами закладные, а производные от них инструменты — ипотечные ценные бумаги.

8.4. Мобилизации инвестиционных ресурсов путем эмиссии ценных бумаг

8.4.1. Организация эмиссии ценных бумаг

Эмиссия ценных бумаг представляет собой выпуск в обращение акций, облигаций и других финансовых инструментов, осуществляемых акционерными обществами в процессе их учреждения, а также при увеличении их уставного капитала или привлечении дополнительных финансовых ресурсов.

Эмиссия ценных бумаг производится для осуществления следующих целей:

1. Для учреждения акционерного общества и полного размещения акций среди его учредителей.
2. Для увеличения размеров первоначального уставного капитала (фонда) акционерного общества путем дополнительного выпуска акций.
3. Для мобилизации заемного капитала юридическими лицами, государством и его органами путем выпуска облигаций и других долговых обязательств.

Процесс эмиссии ценных бумаг, их размещение, регистрация и обращение на фондовом рынке в России регулируется рядом законодательных актов, основной из которых — Федеральный закон РФ №39-ФЗ от 23 апреля 1996 года «О рынке ценных бумаг».

В соответствии с этим Законом эмиссионные ценные бумаги могут выпускаться в одной из следующих форм:

— именная ценная бумага документарной формы выпуска, при которой владелец устанавливается на основании предъявления надлежащим образом оформленного сертификата или, в случае депонирования такового, на основании записи по счету депо, т.е. записи в учетных регистрах депозитария;

— именная ценная бумага бездокументарной формы выпуска, т.е. форма эмиссионных ценных бумаг, при которой владелец устанавливается на основе записи в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или, в случае депонирования ценных бумаг, на основании записи по счету депо;

— ценная бумага на предъявителя документарной формы выпуска.

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

- 1) закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных законом формы и порядка;
- 2) размещается выпусками;

3) имеет равные объемы, и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

Выпуск ценных бумаг — совокупность ценных бумаг одного эмитента, обеспечивающих одинаковый объем прав владельцам и имеющих одинаковые условия эмиссии (первичного размещения). Все бумаги одного выпуска должны иметь один государственный регистрационный номер.

Эмитент — юридическое лицо или органы исполнительной власти, либо органы местного самоуправления, несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ими.

Выбранная эмитентом форма ценных бумаг должна однозначно определяться в его учредительных документах и/или решении о выпуске ценных бумаг и проспекте эмиссии ценных бумаг.

Невыполнение эмитентом указанных требований является основанием для отказа в регистрации выпуска ценных бумаг.

Решение о выпуске ценных бумаг — документ, зарегистрированный в органе государственной регистрации ценных бумаг и содержащий данные, достаточные для установления объема прав, закрепленных ценной бумагой.

Решение о выпуске эмиссионных ценных бумаг должно содержать:

- полное наименование эмитента и его юридический адрес;
- дату принятия решения о выпуске ценных бумаг;
- наименование уполномоченного органа эмитента, принявшего решение о выпуске;
- вид эмиссионных ценных бумаг;
- отметку о государственной регистрации и государственный регистрационный номер ценных бумаг;
- права владельца, закрепленные одной ценной бумагой;
- порядок размещения эмиссионных ценных бумаг;
- обязательство эмитента обеспечить права владельца при соблюдении владельцем установленных законодательством РФ порядка осуществления этих прав;
- указание количества эмиссионных ценных бумаг в данном выпуске;
- указание общего количества выпущенных эмиссионных ценных бумаг с данным государственным регистрационным номером и их номинальную стоимость;
- указание формы ценных бумаг (документарная или бездокументарная, именная или на предъявителя);
- печать эмитента и подпись руководителя эмитента;

- другие реквизиты, предусмотренные законодательством РФ для конкретного вида эмиссионных ценных бумаг.

По каждому выпуску эмиссионных ценных бумаг должно быть зарегистрировано отдельное решение о нем.

Решение о выпуске ценных бумаг составляется в двух или трех экземплярах, заверенных в регистрирующем органе. Один экземпляр хранится в регистрирующем органе, второй — у эмитента, а третий передается на хранение регистратору (если таковой имеется). В случае расхождений в тексте между экземплярами решения истинным считается текст документа, хранящегося в регистрирующем органе.

Эмиссионные ценные бумаги, выпуск которых не прошел регистрацию в соответствии с требованиями законодательства, не подлежат размещению.

Процедура эмиссии ценных бумаг, если иное не предусмотрено законодательством РФ, включает пять этапов (схема 3).

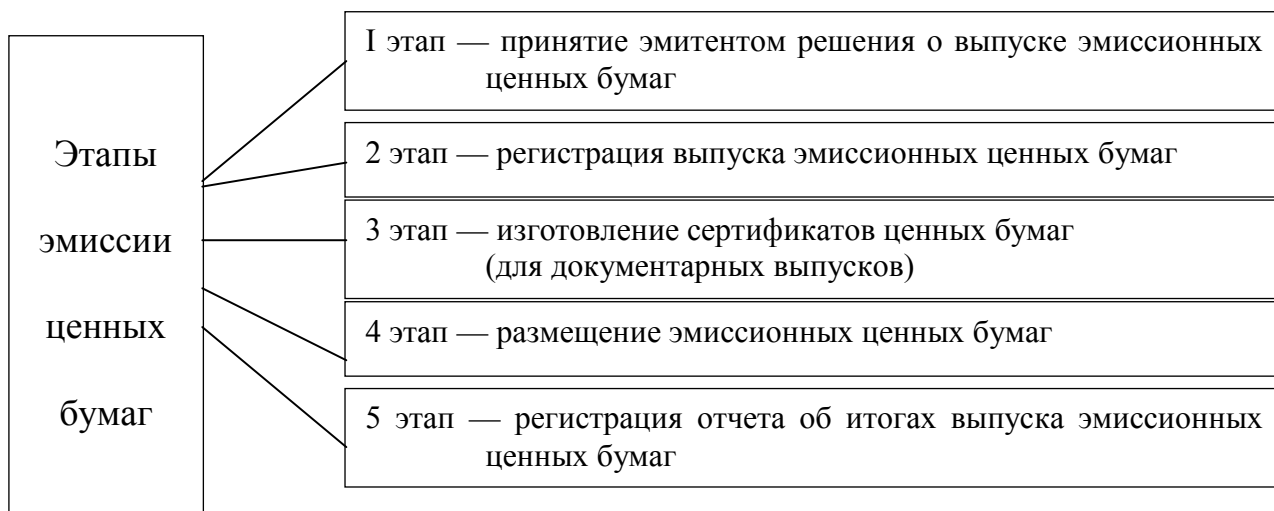


Схема 3. этапы эмиссии ценных бумаг

При эмиссии ценных бумаг регистрация проспекта эмиссии производится при размещении эмиссионных ценных бумаг среди неограниченного круга владельцев или заранее известного круга владельцев, число которых превышает 500, а также в случае, когда общий объем эмиссии превышает 50 тысяч минимальных размеров оплаты труда.

При регистрации проспекта эмиссии ценных бумаг процедура эмиссии дополняется следующими этапами:

- подготовкой проспекта эмиссии эмиссионных ценных бумаг;
- регистрацией проспекта эмиссии эмиссионных ценных бумаг;
- раскрытием всей информации, содержащейся в проспекте эмиссии;
- раскрытием всей информации, содержащейся в отчете об итогах выпуска.

Для регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг эмитент обязан представить в регистрирующий орган следующие документы:

- заявление на регистрацию;
- решение о выпуске эмиссионных ценных бумаг;
- проспект эмиссии (если регистрация выпуска ценных бумаг сопровождается регистрацией проспекта эмиссии);
- копии учредительных документов (при эмиссии акций для создания АО);
- документы, подтверждающие разрешение уполномоченного органа исполнительной власти на осуществление выпуска эмиссионных ценных бумаг.

При регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг этому выпуску присваивается государственный регистрационный номер. Порядок присвоения государственного регистрационного номера устанавливается регистрирующим органом.

Министерство финансов РФ ведет единый государственный реестр регистрации ценных бумаг и регулярно (не реже 1 раза в месяц) публикует список вновь зарегистрированных ценных бумаг.

К выпуску и обращению на территории России допускаются только те ценные бумаги, которые прошли регистрацию в Министерстве финансов РФ и получили государственный регистрационный номер. Выпуск ценных бумаг, не прошедших государственную регистрацию, является незаконным и влечет за собой изъятие их у владельца, изъятие выручки от их продажи у эмитента и ее возвращение их владельцам, и другие санкции.

Рекламирование ценных бумаг в средствах массовой информации до регистрации в Министерстве финансов РФ проспекта эмиссии об их выпуске не допускается.

Регистрирующий орган обязан зарегистрировать проспект эмиссионных ценных бумаг или принять мотивированное решение об отказе в регистрации не позднее чем через 30 дней с даты получения документов, указанных ранее.

Основаниями для отказа в регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг являются:

- нарушение эмитентом требований законодательства РФ о ценных бумагах, в том числе наличие в предоставленных документах сведений, позволяющих сделать вывод о противоречии условий эмиссии и обращения эмиссионных ценных бумаг законодательству РФ и несоответствии условий выпуска эмиссионных ценных бумаг законодательству РФ о ценных бумагах;
- несоответствие представленных документов и, состава содержащихся в них сведений требованиям Федерального закона «О рынке ценных бумаг»;
- внесение в проспект эмиссии или решение о выпуске ценных бумаг ложных сведений, либо сведений, не соответствующих действительности.

Проспект эмиссии должен содержать:

1 — данные об эмитенте;

2 — данные о финансовом положении эмитента. Эти сведения не указываются в проспекте эмиссии при создании АО, за исключением случаев преобразования в него юридических лиц иной организационно-правовой формы;

3 — сведения о предстоящем выпуске эмиссионных ценных бумаг.

Данные об эмитенте включают:

- полное или сокращенное наименование эмитента или имена и наименования учредителей;
- юридический адрес эмитента;
- номер и дату свидетельства о государственной регистрации в качестве юридического лица;
- информацию о лицах, владеющих не менее чем 5 % уставного капитала эмитента;
- структуру руководящих органов эмитента, указанную в его учредительных документах, а также долей в уставном капитале эмитента тех из них, кто лично является его участником;
- список всех юридических лиц, в которых эмитент обладает более 5% уставного капитала;
- список всех филиалов и представительств эмитента, содержащий их полные наименования, дату и место регистрации, юридические адреса, фамилии, имена, отчества их руководителей.

Данные о финансовом положении эмитента включают:

- 1) бухгалтерские балансы и отчеты о финансовых результатах деятельности эмитента за последние три года;
- 2) бухгалтерский баланс эмитента по состоянию на конец последнего квартала перед принятием решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг;
- 3) отчет о формировании и об использовании средств резервного фонда за последние три года;
- 4) размер просроченной задолженности эмитента кредиторам и по платежам в соответствующий бюджет на дату принятия решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг;
- 5) данные об уставном капитале эмитента;
- 6) отчет о предыдущих выпусках эмиссионных ценных бумаг эмитента, включающий в себя виды выпущенных эмиссионных ценных бумаг, номер и дату государственной регистрации, название регистрирующего органа, объем выпуска, количество выпущенных эмиссионных ценных бумаг, условия выплаты доходов, другие права владельцев.

Сведения о предстоящем выпуске ценных бумаг содержат информацию:

- о ценных бумагах, об общем объеме выпуска, о количестве эмиссионных ценных бумаг в выпуске;
- об эмиссии ценных бумаг;
- о сроках начала и окончания размещения эмиссионных ценных бумаг;
- о ценах и порядке оплаты приобретаемых владельцами эмиссионных ценных бумаг;
- о профессиональных участниках рынка ценных бумаг или об их объединениях, которых предполагается привлечь к участию в размещении выпуска ценных бумаг на момент регистрации проспекта эмиссии;
- о получении доходов по эмиссионным ценным бумагам;
- о наименовании органа, осуществившего регистрацию выпуска эмиссионных ценных бумаг.

В случае открытой (публичной) эмиссии, требующей регистрации проспекта эмиссии, эмитент обязан обеспечить доступ к информации, содержащейся в проспекте эмиссии, и опубликовать уведомление о порядке раскрытия информации в периодическом печатном издании с тиражом не менее 50 тысяч экземпляров.

Эмитент, а также профессиональные участники рынка ценных бумаг, осуществляющие размещение эмиссионных ценных бумаг, обязаны обеспечить любым потенциальным владельцам возможность доступа к раскрываемой информации до приобретения ценных бумаг.

В тех случаях, когда хотя бы один выпуск эмиссионных ценных бумаг эмитента сопровождался регистрацией проспекта эмиссии, эмитент обязан раскрыть информацию о своих ценных бумагах и своей финансово-хозяйственной деятельности.

Эмитент имеет право начинать размещение выпускаемых им эмиссионных ценных бумаг только после регистрации их выпуска.

Размещение ценных бумаг контролируется со стороны государства. Приобретение одним юридическим лицом или гражданином, либо группой лиц (на праве общей совместной собственности), либо группой лиц, связанных между собой соглашением или контролирующими имущество друг друга, более 15 5 акций какого-либо эмитента требует уведомления Министерства финансов РФ в пятидневный срок.

Приобретение 35 % и более акций какого-либо эмитента или акций, обеспечивающих более 50 % голосов акционеров, одним юридическим лицом или гражданином, либо группой лиц (на праве общей совместной собственности), либо группой лиц, связанных между собой соглашением или контролирующими имущество друг друга, требует предварительного

согласия Государственного комитета России по антимонопольной политике и поддержке новых экономических структур.

Не позднее 30 дней после завершения размещения эмиссионных ценных бумаг эмитент обязан представить отчет об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг в регистрирующий орган.

Отчет об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг должен содержать следующую информацию:

- даты начала и окончания размещения ценных бумаг;
- фактическую цену размещения ценных бумаг;
- количество размещенных ценных бумаг;
- общий объем поступлений за размещенные ценные бумаги.

Недобросовестной эмиссией признаются действия, выражающиеся в нарушении процедуры эмиссии. Министерство финансов РФ вправе объявить выпуск ценных бумаг несостоявшимся, приостанавливать выпуски или отказывать в их регистрации в случаях, когда эмитенты или инвестиционные компании, производящие по соглашению с эмитентом первичное размещение ценных бумаг указывают в проспектах эмиссии недостоверные или неполные сведения, а также нарушают в процессе выпуска требования действующего законодательства.

8.4.2. Облигационный займ

Основной целью эмиссии облигаций предприятия является обеспечение привлечения необходимого объема заемных средств с учетом потребности в заемном капитале путем выпуска и размещения на их первичном рынке.

Выпуск облигаций акционерным обществом допускается только после полной оплаты его уставного капитала и всех выпущенных акций.

Эмитенту выгоден обоснованный выпуск облигаций, поскольку:

1. Объем денежных средств предприятия резко увеличится.
2. Выплаты держателям облигаций чаще всего осуществляются по стабильным ставкам, что позволяет предсказать расходы по обслуживанию этого источника.
3. Эмиссия облигаций не ведет к утрате контроля над управлением предприятием.
4. Облигации имеют большую возможность распространения, чем акции предприятия, так как менее рискованны для инвесторов.

Основной недостаток — выпуск займа приводит к повышению финансовой зависимости предприятия, то есть к увеличению финансового риска его деятельности.

Расчеты по обязательствам перед держателями облигаций должны выполняться в обязательном порядке, несмотря на финансовые результаты текущей операционной деятельности. Взыскание сумм просрочки платежей по облигациям реализуется через механизм банкротства. В связи с довольно высоким уровнем расходов по выпуску и размещению облигаций их эмиссия оправдана лишь на большую сумму, что могут себе позволить лишь крупные предприятия.

В соответствии с законодательством предприятия могут выпускать облигации на сумму не более 25 % от размера их уставного капитала. Наряду с этим при определении объема эмиссии облигаций предприятие исходит из определенной ранее потребности в заемном капитале, а также имеющихся возможностей их получения из других альтернативных источников.

Особое значение при разработке политики привлечения облигационного займа играет определение условий эмиссии облигаций. К ним относятся:

1. Номинал облигации. Он формируется исходя из ориентира на конкретного покупателя. Если покупатели — физические лица, то номинал облигации будет сравнительно невысок, если юридическое лицо, то величина номинала может быть увеличена.

2. Вид и период обращения облигации. Вид облигации определяется целями привлечения облигационного займа: краткосрочной или долгосрочной, а также конъюнктурой фондового рынка.

3. Среднегодовая ставка процента по облигации. Процент по облигации устанавливается к ее номиналу. На формирование процентной ставки оказывает влияние ряд факторов: средняя ставка процента по аналогичным кредитным источникам, средний уровень доходности базовых облигаций аналогичного вида, размер кредитного спреда, прогнозируемый темп инфляции, срок погашения облигации (чем больше отдален срок погашения, тем выше должен быть процент), система налогообложения доходов по облигациям, конъюнктура фондового рынка.

4. Порядок выплаты процентного дохода и погашения облигации. Оплата процентов по облигациям и их погашение может производиться в денежной форме, в форме ценных бумаг и в форме имущества. Облигации также могут погашаться единовременно либо по сериям.

5. Условия досрочного выкупа облигаций. Возможность досрочного выкупа облигаций позволяет предприятию управлять стоимостью облигационного займа (снижать ее).

6. Другие специальные условия эмиссии облигаций: льготы в их приобретении, льготы в приобретении продукции эмитента и др.

Определив условия эмиссии облигаций и отразив их в проспекте эмиссии, предприятие должно провести оценку стоимости облигационного займа с целью сравнения ее результатов с затратами, связанными с привлечением других альтернативных источников заемного капитала. Если сравнение в пользу облигационного займа, то предприятие принимает решение об эмиссии облигации.

С целью ускорения размещения облигационного займа предприятие-эмитент привлекает андеррайтеров и согласовывает с ними условия размещения.

Завершающим этапом эмиссии облигаций займом является формирование фонда погашения облигаций (резервного фонда). Такой фонд создается в размере не менее 15 % уставного капитала акционерного общества и формируется из его чистой прибыли путем ежегодных отчислений в размере не менее 5 %.

8.4.3. Акционирование

Основным преимуществом эмиссии акций как способа формирования ресурсов для финансирования инвестиционных проектов является меньшая степень риска по сравнению с использованием заемных средств.

Поэтому акция привлекательна не только как объект инвестирования. Она предоставляет определенные выгоды и тому, кто ее выпускает в обращение, то есть эмитенту. Поэтому сегодня одним из самых распространенных форм привлечения капитала является акционирование. Так чем же привлекательна эмиссия акций для эмитента?

Во-первых, акционерное общество не обязано возвращать инвесторам капитал, вложенный в покупку акций. Ведь акция — это бессрочная ценная бумага, которую эмитент погашать не обязан. Поэтому при эмиссии акций эмитент не берет на себя никаких финансовых обязательств (за исключением привилегированных акций, по которым он обязан выплачивать дивиденды). Таким образом, акционерное финансирование дает возможность расширения акционерного капитала на долгосрочной основе.

Во-вторых, можно сказать, что акционерное общество не гарантирует выплату дивидендов своим акционерам. Ведь не имея чистой прибыли, акционерное общество не имеет источника для выплаты дивидендов. Кроме того, собрание акционеров может принять решение о том, чтобы всю чистую прибыль текущего года направить на развитие производства, а с выплатой дивидендов повременить. Однако, надо иметь в виду, что длительная невыплата дивидендов по акциям может привести к снижению курса акций АО и падению его рыночной стоимости.

В-третьих, размер дивидендов по акциям устанавливается произвольно (в процентах), не зависимо от величины прибыли, идущей на их выплату. Ведь АО может направить на выплату 1 млн. рублей, а может и всего 100 тыс. рублей. Поэтому абсолютная величина дивидендных выплат будет различной.

В-четвертых, размещение акций в отличие от кредитных отношений не требует использования залога или гарантий.

Эффективная эмиссионная политика разрабатывается в несколько этапов:

1. Прежде чем выпустить акции эмитент должен исследовать возможности их эффективного размещения, то есть знать будут ли они востребованы на фондовом рынке. Для этого необходимо исследовать состояние спроса и предложения акций, динамику уровня цен их котировки, объемов продаж акций новых эмиссий и другие показатели. Затем проводится оценка инвестиционной привлекательности своих акций со стороны перспективности развития отрасли, конкурентоспособности производимой продукции, динамики и уровня показателей своего финансового состояния. Целью оценки является формирование и установление инвестиционной предпочтительности акций своего предприятия по сравнению с акциями других предприятий.

2. Цели эмиссии должны быть значимыми в инвестиционной стратегии предприятия, так как за привлечение капитала необходимо платить. Поэтому вторым этапом разработки эмиссионной политики является определение целей эмиссии.

К числу инвестиционных стратегических целей относятся:

- реальное инвестирование, ориентированное на региональную диверсификацию деятельности предприятия;
- необходимость совершенствования (оптимизации) структуры используемого капитала;
- намечаемое поглощение других предприятия с целью увеличения масштаба производства;
- другие стратегические цели, для реализации которых требуется быстрая мобилизация значительного объема собственного капитала.

3. На третьем этапе определяется объем эмиссии исходя из ранее рассчитанной потребности в привлечении собственных финансовых ресурсов за счет внешних источников.

4. Быстрая мобилизация значительного объема собственного капитала за счет эмиссии акций возможна только в том случае, когда они будут обладать привлекательностью и доступностью для инвесторов. Для этого определяется номинал, виды и количество эмитируемых акций. Номинал акции определяется с учетом основных категорий будущих

покупателей. В процессе определения видов акций устанавливается целесообразность и доля привилегированных акций. Количество эмитируемых акций определяется исходя из объема эмиссии и номинала одной акции.

5. Оценка стоимости привлекаемого акционерного капитала осуществляется по двум параметрам:

- предполагаемому уровню дивидендов, в зависимости от типа дивидендной политики;
- затрат по выпуску акций и размещению эмиссии.

Расчетная стоимость привлекаемого капитала сравнивается с фактической средневзвешенной стоимостью капитала и средним уровнем ссудного процента, и только потом принимается решение о целесообразности эмиссии.

Размещение акций может быть закрытым (среди заранее известных инвесторов) и открытым эффективных форм андеррайтинга.

8.5. Лизинг

Точное происхождение термина «лизинг» до сих пор не установлено. Австрийский исследователь Хойер в своей книге «Как делать бизнес в Европе?» первое известное употребление термина «лизинг» относит к последней четверти XIX столетия, когда в 1877 г. телефонная компания «Белл» приняла решение не продавать свои телефонные аппараты, а сдавать их в аренду. По его утверждению, мощным импульсом развития лизинга стало создание в 1952 г. в Сан-Франциско первого лизингового общества — «Юнайтед стейс лизинг корпорэйшн».

В русском языке нет точного аналога термина «лизинг». Обычно в России и за рубежом под лизингом понимают долгосрочную аренду машин, оборудования, транспортных средств и другого движимого и недвижимого имущества производственного и непроизводственного назначения.

В законодательных актах Франции, Бельгии, Италии и других стран, касающихся лизинга используются термины: кредит-аренда, финансирование аренды, операции по финансовой аренде и др.

Более точно экономический смысл лизинга выражает его определение как комплекса имущественных отношений, складывающихся в связи с передачей имущества во временное пользование. Этот комплекс помимо собственно договора лизинга включает и другие договоры, в частности договор купли-продажи, договор займа. Но отношения по передаче

имущества во временное пользование являются определяющими по отношению к остальным.

Таким образом, в широком значении под лизингом следует понимать весь комплекс возникающих имущественных отношений, связанных с передачей имущества во временное пользование на основе его приобретения и последующей сдачи в долгосрочную аренду.

Политика управления финансовым лизингом основывается на Федеральном законе от 29 октября 1998 г. № 164-ФЗ «О лизинге», который представляет лизинг как вид инвестиционной деятельности по приобретению имущества и передаче его на основании договора лизинга физическим или юридическим лицам за определенную плату, на определенный срок и на определенных условиях, обусловленных договором, с правом выкупа имущества лизингополучателем. Основными видами лизинга (аренды) считаются финансовый, оперативный и возвратный лизинг.

Финансовый лизинг (лизинг с полной амортизацией) — вид лизинга, при котором лизингодатель обязуется приобрести в собственность указанное лизингополучателем имущество у определенного продавца и передать лизингополучателю данное имущество в качестве предмета лизинга за определенную плату, на определенный срок и на определенных условиях во временное владение или пользование. При этом срок, на который предмет лизинга передается лизингополучателю, соизмерим по продолжительности со сроком полной амортизации предмета лизинга или превышает его. Предмет лизинга переходит в собственность лизингополучателя по истечении срока действия договора лизинга или до его истечения при условии выплаты лизингополучателем полной суммы, предусмотренной договором лизинга, если иное не предусмотрено договором лизинга.

Взаимоотношения участников финансового лизинга представлены в таблице 10.

Таблица 10.

Взаимоотношения участников финансового лизинга

Содержание взаимоотношений	Подход к выполнению
Выбор имущества лизинга и его производителя (продавца)	Осуществляет лизингополучатель
Приобретение имущества	Полное или частичное финансирование осуществляет лизингодатель с уведомлением производителя (продавца) имущества о передаче его в лизинг лизингополучателю
Отношения участников лизингового процесса (производителя (продавца), лизингодателя, лизингополучателя)	В качестве солидарных участников
Ответственность за условия поставки имущества	Ответственность перед лизингополучателем несет производитель (продавец) имущества, кроме случая,

	когда производителя (продавца) выбирает лизингодатель
Право выкупа имущества	Данное право имеет лизингополучатель до истечения срока договора
Сервисное обслуживание и страхование имущества	Осуществляет лизингополучатель
Риск случайной гибели, утраты, порчи имущества	Переходит к лизингополучателю с момента передачи ему имущества
Продолжительность лизингового срока	Близкая к нормативному сроку службы и окупаемости имущества
Объем лизинговых платежей за период договора	Полная стоимость лизингового имущества в ценах на момент заключения договора
Учет имущества лизинга	На балансе лизингодателя и на забалансовом счете лизингополучателя или по договоренности между ними

Оперативный лизинг — вид лизинга, при котором лизингодатель закупает на свой страх и риск имущество и передает его лизингополучателю в качестве предмета лизинга за определенную плату, на определенный срок и на определенных условиях во временное владение или пользование. Срок, на который имущество передается в лизинг, устанавливается на основании договора лизинга. По истечении срока действия договора лизинга и при условии выплаты лизингополучателем полной суммы, предусмотренной договором лизинга, предмет лизинга возвращается лизингодателю. При этом лизингополучатель не имеет права требовать перехода права собственности на предмет лизинга. Особенности оперативного лизинга приведены в таблице 11.

Таблица 11.

Особенности оперативного лизинга

Содержание отношений	Подход к выполнению
Имущество лизинга	Движимое и недвижимое имущество является собственностью лизингодателя
Право лизингополучателя	Досрочно прекратить договор и вернуть имущество лизингодателю
Отношения при возврате имущества	Лизингополучатель возмещает оговоренную в договоре разницу стоимости имущества на определенную дату (разница между предполагаемой остаточной и ликвидационной стоимостью имущества)
Ставки лизинговых платежей	Высокие, поскольку включают все затраты и по сервисному обслуживанию, проводимые, как правило, лизингодателем
Срок лизинговой сделки	Значительно короче периода физического износа имущества
Предпочтительность оперативного лизинга	При отсутствии средств лизингополучатель использует имущество с оплатой в рассрочку
Риски лизингодателя	Возмещение стоимости имущества при его порче или гибели
Гарантии лизингополучателя	Обеспечить установленную остаточную стоимость имущества к окончанию срока договора

Возвратный лизинг — лизинг, при котором продавец (поставщик) предмета лизинга одновременно выступает и как лизингополучатель. Иными словами, собственник оборудования продает его лизинговой фирме и одновременно берет это оборудование у него в аренду. В результате этой операции продавец становится арендатором. Возвратный лизинг применяется в случаях, когда собственник объекта сделки испытывает острую потребность в денежных средствах и с помощью данной формы лизинга улучшает свое финансовое состояние.

В российской практике наибольшее распространение получил финансовый лизинг, который классифицируется по следующим видам:

1) по составу участников лизинговой операции:

— прямой лизинг, при котором сдача активов в лизинг производится непосредственно его производителем, что снижает сопутствующие затраты, а также упрощает процедуру заключения лизинговой сделки;

— косвенный лизинг, осуществляемый с участием посредника, как правило, лизинговой компании;

2) по региональной принадлежности лизинг бывает внутренним и внешним. В первом случае участники лизинговой операции являются резидентами данной страны, а во втором — разных стран;

3) в зависимости от вида объекта лизинга выделяют лизинг движимого и недвижимого имущества;

4) по формам лизинговых платежей различают:

- денежный лизинг, при котором платежи по лизинговому соглашению производятся в денежной форме;

- компенсационный лизинг с платежами в форме поставок продукции (товаров, услуг), производимой на лизингуемых активах;

- смешанный, характеризующийся платежами, как в денежной, так и в товарной форме;

5) по характеру финансирования объекта лизинга выделяют:

— индивидуальный лизинг, при котором лизингодатель полностью финансирует производство или приобретение передаваемого в аренду актива;

— раздельный лизинг, при котором актив приобретается с использованием собственного и заемного капитала лизингополучателя.

Возможность использования лизинга как преимущественного источника финансирования инвестиционных проектов определяется его привлекательностью, а именно:

— лизинг дает возможность лизингополучателю получить оборудование в пользование без его полной оплаты, организовать новое производство без мобилизации необходимых крупных финансовых ресурсов;

— лизинг позволяет лизингополучателю опробовать оборудование до его полной оплаты, то есть до приобретения в собственность;

— оперативный лизинг делает возможным использование лизингополучателем сезонного оборудования только в течение того периода, когда это необходимо;

— лизинг обеспечивает закупку предоставляемого по лизингу оборудования по оптимальным рыночным ценам, что важно как для лизингополучателя, так и для лизингодателя;

— при лизинге арендатор не привлекает заемный капитал и помогает поддерживать оптимальное соотношение собственного и заемного капитала;

— благодаря полному («мокрому») лизингу лизингополучателю предоставляется широкий спектр сопутствующих товару услуг по наладке и обслуживанию приобретаемого оборудования;

— по сравнению с кредитованием обеспечивается более гибкий порядок лизинговых платежей;

— лизинг обеспечивает налоговые выгоды и лизингодателю, и лизингополучателю. Во-первых, арендная плата пользователя оборудования в лизинговой сделке относится на издержки производства и соответственно снижает облагаемую налогом прибыль, а значит, и размер налога, изымаемого в бюджет. Во-вторых, налоговое законодательство, как правило, предусматривает для лизинговых сделок ускоренную амортизацию, то есть систему дополнительных налоговых льгот не только арендатору, но и арендодателю;

— лизинг освобождает арендатора от процедур и расходов, связанных с владением имуществом, поскольку юридическим собственником остается арендодатель;

— арендатор получает выгоды, вытекающие из возможности выкупить оборудование по номинальной или остаточной стоимости по истечении срока договора лизинга;

— лизинг в сочетании с амортизационными льготами направлен на ускорение обновления техники и технологии производства.

Вместе с тем имеются негативные моменты в использовании лизинга, как варианта финансирования инвестиционных проектов. Среди недостатков можно выделить следующие:

- оперативный лизинг дает лишь временное право арендатору пользоваться оборудованием;

- недополучение дохода в форме ликвидационной стоимости основных средств при оперативном лизинге, если срок аренды совпадает со сроком полной их амортизации;

- лизинг может быть и более дорогостоящим, чем банковский кредит на покупку такого же имущества;

- удорожание себестоимости продукции из-за того, что размер лизингового платежа обычно выше размера амортизационных отчислений;

- осуществление ускоренной амортизации (при финансовом лизинге) может быть произведено лишь с согласия арендодателя, что ограничивает возможности предприятия в формировании собственных ресурсов;

- невозможность модернизации используемого имущества без согласия арендодателя;

- возможны потери лизингополучателя при росте лизинговых платежей в результате инфляции;

Учитывая преимущества и недостатки лизинга, а также его виды, инвестор принимает решение о его привлечении.

Основной целью политики привлечения финансового лизинга является минимизация потока платежей по обслуживанию каждой лизинговой операции.

Процесс разработки политики привлечения финансового лизинга сложен и состоит из нескольких последовательных шагов.

Во-первых, исходя из необходимости использования лизинга для конкретных инвестиционных операций, предприятие производит выбор объектов финансового лизинга с учетом оценки их инновационных качеств.

Многообразие видов финансового лизинга ставит предприятие перед проблемой выбора наиболее адекватного. Критериями такого выбора могут быть: страна-производитель и рыночная стоимость объекта лизинга, сложившаяся практика осуществления лизинговых операций и ее региональные особенности, возможности эффективного использования лизингуемого актива. При этом лизингополучатель по своему усмотрению может либо самостоятельно выбрать объект лизинга, а лизингодатель его оплатить и сдать в аренду; либо передать функции выбора актива лизингодателю.

После выбора объекта и вида финансового лизинга стороны лизинговой операции приступают к согласованию условий лизинговой сделки. Такими условиями являются:

- 1) срок лизинга (обычно он определяется периодом амортизации лизингуемого имущества);

- 2) сумма лизинговой операции, которая, с одной стороны, должна обеспечить возмещение лизингодателю затрат по приобретению актива, кредитного процента за отвлекаемые денежные ресурсы, комиссионное вознаграждение соответствующее операционным расходам по обслуживанию лизинговой операции, налоговые платежи,

обеспечивающие получение чистой прибыли; а с другой стороны, быть не ниже уровня рентабельности деятельности предприятия;

3) условия страхования лизингуемого имущества, которое, как правило, осуществляет лизингополучатель в пользу лизингодателя;

4) форма лизинговых платежей;

5) график осуществления лизинговых платежей. Лизинговые платежи могут производиться: равномерным потоком; прогрессивным (нарастающим) потоком; регрессивным (снижающимся) потоком; неравномерным потоком;

6) система штрафных санкций за просрочку лизинговых платежей, которые, как правило, сводятся к пени за каждый день просрочки очередного платежа;

7) условия расторжения лизингового договора. Лизинговый договор может быть расторгнут лизингополучателем если лизингодатель не выполнил условия приобретения и поставки лизингуемого имущества. При банкротстве лизингополучателя и расторжении по этой причине лизингового договора, виновная сторона уплачивает сумму закрытия сделки, в которую включается: невыплаченная часть общей суммы лизинговых платежей, сумма пеней за просрочку платежей, неустойка, определенная договором.

Результатом согласования лизинговой сделки является подписание договора лизинга.

Платежи по лизинговому соглашению складываются из следующих сумм:

— амортизационных отчислений по оборудованию, сданному в лизинг;

— платы за использованные кредитные ресурсы лизингодателя (при косвенном лизинге);

— компенсационные выплаты;

— платежи за дополнительные услуги лизингодателя (при мокром лизинге);

— суммы НДС, которые вносит лизингодатель в бюджет при приобретении оборудования для последующей сдачи в лизинг.

Оценка эффективности лизинговой операции проводится путем сравнения настоящей стоимости денежных потоков при лизинговой операции и при банковском кредите.

Завершающим этапом привлечения финансового лизинга является контроль за своевременным осуществлением лизинговых платежей в соответствии с графиком и платежным календарем.

Глава 9. Новые методы финансирования инвестиционных проектов

9.1. Венчурное финансирование

Сегодня главным источником экономического роста страны является научно-технический прогресс и развитие инновационного бизнеса. Для осуществления внедрения достижений науки и техники в производство необходим немалый капитал. В этой связи, одним из основных источников финансирования инновационных проектов является венчурный капитал. Понятие «венчур» в переводе с английского означает «риск», поэтому венчурное финансирование еще называют рисковым финансированием.

Венчурный (рисковый) капитал представляет собой особую форму вложения капитала в объекты инвестирования с высоким уровнем риска в расчете на быстрое получение высокой нормы дохода.

Венчурный капитал формируется для финансирования венчурных компаний, представляющих собой фирмы, связанные с венчурным капиталом и представляющие собой деловое сотрудничество собственников компании с владельцами венчурного капитала по реализации проектов с высокой степенью риска с целью получения значительного (выше среднего на рынке) дохода²³.

Таким образом, венчурное финансирование состоит в финансировании инвестиций в новые сферы деятельности, поэтому оно сопровождается высоким риском в обмен на получение значительного дохода.

Венчурным считается предприятие (обычно не большое), деятельность которого связана с разработкой новых видов продукции, услуг, технологий, которые еще неизвестны потребителю, но имеют большой рыночный потенциал, что связано с большой степенью риска их продвижения на рынке. Однако именно инновационность их деятельности обеспечивает получение высокого дохода.

Венчурное финансирование основывается на предварительной оценке инвестиционного проекта, деятельности и финансового состояния компании, реализующей данный инновационный проект.

Чаще всего венчурное финансирование осуществляется в форме акционирования.

Практика развития венчурного бизнеса позволяет выделить несколько этапов развития венчурной компании (таблица 12).

²³ Аньшин В.М., Филин С.А. Менеджмент инвестиций и инноваций в малом и венчурном бизнесе. Учебное пособие. — М.: «Анкил», 2003. — с. 59.

Таблица 12.

Этапы развития венчурной компании

Этап	Содержание
I этап	<ul style="list-style-type: none"> — создается прототип продукции; — при отсутствии спроса на новую продукцию на рынке требуется разработка маркетинговой стратегии; — незначительные финансовые ресурсы, обеспечиваемые либо собственными средствами инициаторов проекта, либо правительственными грантами и небольшими взносами отдельных инвесторов; — высокий риск
II этап	<ul style="list-style-type: none"> — организация производства новой продукции; Рост издержек на изготовление инструментов и оснастки; — рост потребности в финансировании; — необходимость формирования оборотного капитала; — отсутствие отдачи на вложенный капитал; — высокий риск
III этап	<ul style="list-style-type: none"> — реализация продукции и оценка ее рентабельности; — незначительный прирост капитала; — рост потребности в дополнительном финансировании; — финансирование со стороны крупных финансовых компаний (венчурных фондов)
IV этап	<ul style="list-style-type: none"> — большие объемы реализации продукции; — формирование высокого дохода (рентабельность продукции достигает 25% и более); — акционирование с целью расширения производственной деятельности; — выкуп акций венчурным фондом, руководством и персоналом предприятия; — свободная реализация акций на фондовом рынке

Для финансирования венчуров создаются венчурные фонды. Инвестиционные ресурсы венчурного фонда предназначены для венчурных компаний, у которых большие шансы вырасти в крупные прибыльные предприятия. Однако эти шансы сочетаются с высоким риском.

Поэтому для венчурного фонда характерно распределение риска между инициаторами проекта и инвесторами. Риск распределяется следующим образом. Во-первых, средства венчурного фонда распределяются между несколькими проектами, причем на разных стадиях развития (реализации). Во-вторых, владельцы венчурного капитала стремятся распределить финансовые вложения по различным отраслям. В-третьих, как правило, для контроля за деятельностью венчурного фонда назначают высококвалифицированного управляющего, занимающегося распределением финансовых ресурсов фонда и поиском перспективных для финансирования инвестиционных проектов. В-четвертых, сам венчурный фонд создается путем объединения финансовых средств различных инвесторов, которые в случае проигрыша пострадают лишь своей частью вложенного капитала. В-пятых, отбор проектов для финансирования осуществляется на основе их тщательного анализа и оценки на

состоятельность и доходность. В-шестых, диверсификация вложений в различные высокодоходные инвестиционные проекты обеспечивает компенсацию возможных потерь от одних проектов, сверхприбылью, полученной от других проектов.

Одним из основных способов защиты от инвестиционных рисков было и остается страхование. В полной мере это относится и к венчурному финансированию. Механизмы организации страхования и гарантий привлекаемых инвестиционных ресурсов под венчурные проекты должны включать создание системы государственного страхования рисков венчурных инвесторов. Необходимость этого заключается в том, что именно инновационные проекты являются основой экономического роста страны.

Страховая защита венчурных проектов может осуществляться по следующим основным группам рисков:

- риски, связанные с изменением рыночной конъюнктуры, с надежностью партнеров по венчурному бизнесу;
- классические типы рисков (стихийные бедствия, пожары, кражи и др.);
- специфические риски, связанные с осуществлением определенных видов деятельности;
- риски неплатежа при кредитовании.

К сожалению, страховые компании сегодня идут на страхование только второй группы рисков.

Основными принципами работы венчурного фонда являются:

1. Создание фонда венчурного капитала в форме товарищества, в котором организатор несет полную ответственность за использование средств фонда. Для этого разрабатывается бизнес-план.
2. Размещение средств венчурного фонда по различным проектам со степенью риска не более 25% и со сроком отдачи вложений не превышающим, как правило, 3-5 лет.
3. «Выход» венчурного капитала из венчурного предприятия путем его превращения в акционерное общество открытого типа с последующим размещением акций венчурного предприятия на фондовой бирже или их продажи крупной корпорации²⁴.

Для реализации механизма венчурного финансирования в России создана Российская ассоциация венчурного инвестирования. В России на 2002 г. было официально зарегистрировано свыше сорока венчурных фондов. Однако практически все из них являются фондами с полным или частичным участием иностранного капитала.

²⁴ Там же, с. 65.

9.2. Проектное финансирование

Проектное финансирование представляет собой финансирование инвестиционных проектов, характеризующееся особым способом обеспечения возвратности вложений, в основе которого лежат доходы, которые будут получены в будущем от реализации инвестиционного проекта. Особенностью проектного финансирования является способ возврата вложенных в финансирование инвестиционного проекта средств.

Впервые проектное финансирование вошло в практику инвестиционной деятельности развитых стран. В России проектное финансирование стало применяться с выходом Федерального закона от 30 декабря 1995 г. № 225-ФЗ «О соглашениях о разделе продукции».

Проектное финансирование характеризуется большой степенью риска, одним из основных способов снижения риска при проектном финансировании является детальный анализ технических и экономических характеристик инвестиционного проекта, кроме того, оценивается возможность распределения рисков между участниками инвестиционного проекта и соотношение затрат и доходов при различных вариантах распределения рисков.

Проектное финансирование преимущественно осуществляется банковским капиталом. Банки сами не занимаются разработкой инвестиционных проектов, но часто осуществляют финансовое консультирование при их разработке.

Выделяют три формы проектного финансирования, различающиеся между собой по форме регресса, то есть права требования возмещения уплаченной суммы одного участника инвестиционного проекта другому (таблица 13).

Таблица 13.

Формы проектного финансирования

Форма проектного финансирования	Содержание
Финансирование без права регресса на заемщика	<p>Кредитор полностью берет на себя все проектные риски, поэтому при отборе проектов для финансирования большое значение имеет анализ состоятельности проекта и суммы денежной наличности, которые будут получены в будущем от реализации проекта.</p> <p>Стоимость проектного финансирования велика, поскольку кредитор стремится получить компенсацию за высокий риск вложения капитала.</p> <p>Данная форма финансирования применяется не часто, и лишь в отношении тех инвестиционных проектов, которые имеют высокую доходность и связаны с выпуском высококонкурентоспособной продукции или разработкой передовых наукоемких технологий.</p>
Финансирование с полным регрессом на заемщика	<p>Заемщик полностью берет на себя все проектные риски.</p> <p>Кредитор имеет определенные гарантии.</p> <p>Оценка состоятельности инвестиционного проекта кредитором производится в общем виде, либо вообще не производится.</p> <p>Стоимость проектного финансирования минимальна, поскольку</p>

	<p>риски финансирования невелики.</p> <p>Даная форма финансирования применяется чаще всего, и в основном для финансового обеспечения некоммерческих, малорентабельных проектов.</p>
Финансирование с ограниченным правом регресса	<p>Все участники проекта принимают на себя зависящие от них риски, в соответствии с которыми распределяются и финансовые обязательства.</p> <p>Уровень риска умеренный.</p> <p>Все участники проекта в равной мере стремятся сократить период реализации проекта, повысить его эффективность, так как от их совместной деятельности зависит получение будущего дохода.</p> <p>Стоимость проектного финансирования умеренная.</p>

Таким образом, развитие форм и практики проектного финансирования позволяет обеспечить доступность к источникам финансирования различных по направленности инвестиционных проектов: от коммерческих до некоммерческих, от высокорентабельных до нерентабельных и т.п.

Список литературы

1. Абрамов С.И. организация инвестиционно-строительной деятельности. М.: Центр экономики и маркетинга, 1999.
2. Авдокушин Е.Ф. Международные экономические отношения: Учебник. М.: Юрист, 2002.
3. Аньшин В.М., Филин С.А. менеджмент инвестиций и инноваций в малом и венчурном бизнесе. Учебное пособие. М.: «Анkil», 2003.
4. Бочаров В.В. Методы финансирования инвестиционной деятельности предприятия. М.: Финансы и статистика, 1998.
5. Бочаров В.В. Инвестиционный менеджмент. СПб: Питер, 2000.
- Бромвич М. Анализ экономической эффективности капиталовложений: Пер. с англ. М.:ИНФРА-М, 1996.
6. Вахрин П.И. Организация и финансирование инвестиций (сборник практических задач и конкретных ситуаций): Учебное пособие. 2-е изд., исправл. и доп. М.: Информационно-внедренческий центр «Маркетинг», 2000.
7. Гитман Л. Дж., Джонк М. Д. Основы инвестирования. — М.: Дело, 1997.
8. Жданов В.П. Организация и финансирование инвестиций. Калининград: «Янтарный сказ», 2000.
9. Игонина Л.Л. Инвестиции: Учеб. пособие / Под ред. д-ра экон. наук, проф. В.А. Слепова. М.: Юрист, 2002.
10. Инвестиции: Организация, финансирование, статистические методы оценки: Учеб. пособие / А.Ф. поляков, Ю.В. Сажин, Н.Е. Зубков, А.Г. Федин; Саран. кооп. ин-т МУПК. Саранск, 2003.
11. Инвестиционные процессы // Российская экономика: прогнозы и тенденции. 2005. №5.
12. Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег. М.: Прогресс, 1978.
13. Ковалев В.В. Финансовый анализ. Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. М.: Финансы и статистика, 1997.
14. Колтынюк Б.А. Инвестиционные проекты: Учебник. Второе издание, переработанное и дополненное. СПб.: Изд-во Михайлова В.А., 2002.
15. Марголин А.М., Быстряков А.Я. Экономическая оценка инвестиций: Учебник. М.: Ассоциация авторов и издателей «Тандем». Издательство «ЭКМОС», 2001.
16. Мелкумов Я.С. Организации и финансирование инвестиций: Учебное пособие. М.: Инфра-М, 2001.

17. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования. Официальное издание. М., 2000.
18. Орлова Е.Р. Инвестиции: курс лекций. М.: ИКФ Омега-Л, 2003.
19. Ример М.И., Касатов А.Д., Матиенко Н.И. Экономическая оценка инвестиций / Под общ. ред. М. Римера СПб.: Питер, 2006.
20. Российская банковская энциклопедия. М.: Изд. «Эта», 1995.
21. Россия в цифрах. 2004: Крат. стат.сб./ Федеральная служба государственной статистики. М., 2004.
22. Рузавин Г.И. Основы рыночной экономики. М.: Банки и биржи, 1996.
23. Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. В.А.Галанова, А.И.Басова. М.: Финансы и статистика, 2004.
24. Сергеев И.В. и др. Организация и финансирование инвестиций: Учеб. пособие. 2-е изд., перераб. и доп./И.В. Сергеев, И.И. Веретенникова, В.В. Яновский М.: Финансы и статистика, 2002.
25. Тунин Г.А. основной капитал и инвестиционная политика: Учеб. пособие. М.: «Издательство ПРИОР», 2000.
26. Финансы: Учеб. Пособие / Под ред. проф. А.М. Ковалевой. 4-е изд., перераб. И доп. М.: Финансы и статистика, 2001.
27. Ценные бумаги: Учебник / Под ред. В.И.Колесникова, В.С. Торкановского. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2001.
28. Шарп У.Ф., Александер Г. Дж., Бейли Дж. В. Инвестиции. М.: ИНФРА-М, 1997.
29. Экономика. Учеб. пособие/ Под ред. Булатова А.С. М.: БЕК, 1997.
30. Экономическая теория: Учебник А.И. Добрынин. СПб.: Питер Паблининг, 1997.