

ФЕДЕРАЛЬНОЕ АГЕНТСТВО ПО ОБРАЗОВАНИЮ
НОВОСИБИРСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
ЭКОНОМИКИ И УПРАВЛЕНИЯ
КАФЕДРА ФИНАНСОВ

С.Г. Золотаренко
Ю.М. Юхименко
О.В. Горская
Н.Ю. Николаева

ИНВЕСТИЦИИ

Учебно-методический комплекс по специальностям
080105 «Финансы и кредит»
351200 «Налоги и налогообложение»
080109 «Бухгалтерский учет, анализ и аудит»
080503 «Антикризисное управление»

НОВОСИБИРСК
2008

ББК 65.9(2Рос)-56
З-80

З-80 Золотаренко С.Г., Юхименко Ю.М., Горская О.В., Николаева Н.Ю.
Инвестиции: Учебно-методический комплекс. – Новосибирск: НГУЭУ, 2008. – 144 с.

Дисциплина «Инвестиции» рассматривает объективные закономерности организации инвестиционной деятельности, принципы реализации инвестиционных решений, механизмы функционирования рынка инвестиций и поведение экономических субъектов – его участников, инвестиционную политику государства и отдельных хозяйствующих субъектов, факторы и явления, оказывающие влияние на природу и специфику инвестиционного климата России.

Учебно-методический комплекс разработан в соответствии с требованиями Государственного образовательного стандарта и охватывает все вопросы учебного курса «Инвестиции». Материал структурирован по основным темам курса и дает комплексное представление об основах организации инвестиционной деятельности. УМК содержит программу курса, методические указания по выполнению контрольных работ, текст лекций, словарь терминов, список рекомендуемой литературы, контрольные вопросы по темам курса.

ББК 65.9(2Рос)-56

© НГУЭУ, 2008

МЕТОДИЧЕСКИЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ИЗУЧЕНИЮ ДИСЦИПЛИНЫ

Рекомендации по использованию материалов учебно-методического комплекса. При работе с настоящим учебно-методическим комплексом особое внимание следует обратить на изучение тем 3, 4 и 7. Эти темы раскрывают вопросы финансовых методик оценки эффективности инвестиций, для изучения которых следует разобраться в содержании показателей оценки коммерческой эффективности инвестиций, интересующих инвесторов. При этом внимание следует обратить на содержание таких процессов, как компаундинг и дисконтирование.

Специфика изучения обозначенных выше тем настоящего комплекса проявляется в их прикладном характере. Для более глубокого понимания обозначенных вопросов студентам следует обратиться к электронным таблицам (содержащим финансовые функции) типа Excel, а также к специальным программным продуктам (например, Project Expert).

Пожелания к изучению отдельных тем курса. При изучении темы 1 особое внимание следует обратить на классификацию инвестиций, научиться различать инвестиции в зависимости от характерных признаков.

При изучении темы 5 особое внимание следует обратить на потенциальные источники финансирования инвестиционной деятельности и те источники, которые реально могут быть использованы в современных условиях. При этом следует разобраться в причинах такого дисбаланса.

При изучении тем 5 и 6 необходимо обратить внимание на возможности предприятий в получении бюджетных средств для реализации инвестиционных проектов.

Рекомендации по работе с литературой. При изучении курса учебной дисциплины особое внимание следует обратить на следующие литературные источники:

- *Боди З., Кейн А., Маркус А.* Принципы инвестиций. – М.: Вильямс, 2002.
- *Ван Хорн Дж.К., Вахович мл., Джон М.* Основы финансового менеджмента. – М.: Инфра-М, 2002.
- *Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бэйли Дж.* Инвестиции. – М.: Инфра-М, 1997.

К основным (базовым) литературным источникам учебной дисциплины относятся:

- *Крушвиц Л.* Инвестиционные расчеты / Пер. с нем. под общ. ред. В.В. Ковалева и З.А. Сабова. – СПб.: Питер, 2001.
- *Крушвиц Л.* Финансирование и инвестиции: Неоклассические основы теории финансов / Пер. с нем. под общ. ред. В.В. Ковалева и З.А. Сабова. – СПб.: Питер, 2000.
- *Мелкумов Я.С.* Организация и финансирование инвестиций: Учебное пособие. – М.: Инфра-М, 2002.
- *Сергеев И.С., Веретенина И.И.* Организация и финансирование инвестиций: Учебное пособие. – М.: Финансы и статистика, 2002.
- *Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бэйли Дж.* Инвестиции / Пер. с англ. – М.: Инфра-М, 1997.

Советы по подготовке к экзамену. При подготовке к экзамену особое внимание следует обратить на такие вопросы, как:

- 1) основные понятия, связанные с инвестициями и инвестиционной деятельностью;
- 2) показатели оценки коммерческой эффективности инвестиций;
- 3) отличительные особенности управления реальными и финансовыми инвестициями;
- 4) источники финансирования инвестиционной деятельности.

РАБОЧАЯ ПРОГРАММА

Раздел 1. ОРГАНИЗАЦИОННО-МЕТОДИЧЕСКИЙ

1.1. Выписка из образовательного стандарта

В Государственном образовательном стандарте специальности 080105 «Финансы и кредит» учебная дисциплина «Инвестиции» включена в качестве основной в раздел специальных дисциплин под шифром СД.09.

Экономическая сущность и виды инвестиций. Инвестиционный процесс. Финансовые институты. Финансовые рынки. Участники инвестиционного процесса. Типы инвесторов. Экономическая сущность, значение и цели инвестирования. Понятие инвестиционного проекта, содержание, классификация, фазы развития. Критерии и методы оценки инвестиционных проектов. Состоятельность проектов. Критические точки и анализ чувствительности. Бюджетная эффективность и социальные результаты реализации инвестиционных проектов. Инвестиционные качества ценных бумаг. Формы рейтинговой оценки. Доходность и риск в оценке эффективности инвестиций в ценные бумаги. Понятие инвестиционного портфеля. Типы портфеля, принципы и этапы формирования. Доход и риск по портфелю. Модели формирования портфеля инвестиций. Оптимальный портфель. Стратегия управления портфелем. Инвестиции, осуществляемые в форме капитальных вложений: объекты и субъекты, права, обязанности и ответственность. Формы и методы государственного регулирования инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений. Государственные гарантии и защита капитальных вложений. Организация подрядных отношений в строительстве. Источники финансирования капитальных вложений. Собственные, привлеченные и заемные средства. Условия предоставления бюджетных ассигнований. Иностранные инвестиции. Режим функционирования иностранного капитала в России. Методы финансирования инвестиционных проектов. Бюджетное финансирование, самофинансирование, акционирование. Методы долгового финансирования. Внешние финансовые рынки. Долгосрочное кредитование. Лизинг, виды и преимущества. Проектное финансирование. Венчурное финансирование. Ипотечное кредитование.

В образовательном стандарте специальности 080503 «Антикризисное управление» учебная дисциплина носит название «Инвестирование», дидактические единицы, обозначенные в данном стандарте, входят в содержание стандарта по специальности 080105 «Финансы и кредит».

1.2. Цели и задачи учебной дисциплины

Дисциплина «Инвестиции» предназначена для изложения результатов познания экономических законов обмена инвестиций на сбережения (накопления) в экономике и закономерностей отдачи инвестиций.

Главная цель преподавания и изучения дисциплины – освоение студентами механизма инвестиционного процесса в экономике, возможностей и способов использования инвестиций и управления ими.

В ходе изучения дисциплины ставятся следующие задачи:

- изучить понятийный аппарат и содержание основных категорий;
- сформировать достаточный объем знаний для использования их в практической деятельности;
- научиться применять аналитический подход к определению проблем в области инвестиционной деятельности и нахождению способов их решения.

1.3. Требования к уровню освоения дисциплины

По окончании изучения курса «Инвестиции» студент должен:

- *иметь представление* об инвестициях и инвестиционном процессе и проблематике управления ими; рынках капитала и денег и закономерностях их функционирования; формах инвестирования капитала и последствиях этих процессов для национальных экономик;
- *знать* определение понятий, связанных с инвестициями и их функциями в воспроизводстве ВВП, финансовой средой инвестиций, включая рынки денег и капитала; назначение инвестиций в экономике; связь инвестиций и финансирования; оценки экономической эффективности и доходности инвестиций; содержание инвестиционного риска и способы управления им;

- *уметь* представить на схеме, в матрице или таблице движение сбережений и инвестиций между секторами в национальной экономике и в глобальной системе; раскрывать логику взаимосвязи межсекторного и межотраслевого распределения инвестиций, финансирования, процентных ставок, эффективности, доходности и рисков; продемонстрировать механизмы государственного, транснационального и межотраслевого регулирования инвестиций.

1.4. Формы контроля

Итоговый контроль. Для контроля степени усвоения данной дисциплины учебным планом по специальностям «Финансы и кредит» и «Антикризисное управление» предусмотрен экзамен, по специальностям «Налоги и налогообложение» и «Бухгалтерский учет, анализ и аудит» – зачет. Экзаменационная оценка (зачет) является итоговой по дисциплине и проставляется в приложении к диплому (выписке из зачетной книжки).

Текущий контроль. В течение периода изучения курса студентами заочной формы обучения выполняется контрольная работа по тематике дисциплины. Результат оценки преподавателем текста контрольной работы является основанием для выставления, при необходимости, оценок текущего контроля. Выполнение контрольной работы является обязательным для всех студентов. Студенты, не выполнившие в полном объеме контрольную работу, не допускаются к сдаче экзамена (зачета), как не выполнившие учебный план по данной дисциплине.

Раздел 2. СОДЕРЖАНИЕ ДИСЦИПЛИНЫ

2.1. Тематический план

Рассмотрен на примере тематического плана для студентов, обучающихся по специальности 080105 «Финансы и кредит» заочной формы обучения на базе среднего профессионального и высшего образования.

Наименование тем	Лекции	Самост. работа
<i>Тема 1.</i> Экономическая сущность и значение инвестиций	0,5	3
<i>Тема 2.</i> Финансовый механизм накопления капитала в рыночной экономике	0,5	4
<i>Тема 3.</i> Временная стоимость денег и финансовые расчеты	1,5	9,5
<i>Тема 4.</i> Анализ эффективности реальных инвестиций	4	25
<i>Тема 5.</i> Методы финансирования и кредитования инвестиционной деятельности	1	8
<i>Тема 6.</i> Организация подрядных отношений в строительстве	0,5	3
<i>Тема 7.</i> Финансовые инвестиции	2,5	14,5
<i>Тема 8.</i> Инвестиционный климат и инвестиционная политика	0,5	4
<i>Тема 9.</i> Финансовые институты	0,5	4
<i>Тема 10.</i> Иностранная инвестиции, их влияние на развитие национальной экономики	0,5	3
Итого	12	78

2.2. Содержание отдельных тем

Тема 1. Экономическая сущность и значение инвестиций. Понятие инвестиций и инвестиционной деятельности. Классификация видов инвестиций. Классификация типов инвесторов. Объекты инвестиций. Субъекты инвестиционной деятельности. Принципы инвестиционной деятельности. Права и обязанности инвестора. Законодательное оформление процесса инвестирования.

Тема 2. Финансовый механизм накопления капитала в рыночной экономике. Финансовая база инвестиций. Сбережения и инвестиции в экономике. Экономические факторы, определяющие инвестиции. Классификация источников финансирования инвестиционной деятельности. Структура инвестиций.

Тема 3. Временная стоимость денег и финансовые расчеты. Временная стоимость денег как аспект оценки инвестиций. Операции компаундинга и дисконтирования в финансовых расчетах. Дисконтирование денежных потоков инвестиционного проекта. Коэффициент дисконтирования или дисконтный множитель. Зависимость дисконтного множителя от ставки дисконтирования и временного интервала. Финансовая рента. Аннуитет постнумерандо и пренумерандо.

Тема 4. Анализ эффективности реальных инвестиций. Определение инвестиционного проекта. Жизненный цикл инвестиционного проекта. Стадии инвестиционного проектирования. Этапы прединвестиционных исследований. Заключительные оценки осуществимости инвестиций. Методы оценки эффективности инвестиционных проектов. Оценка эффективности инвестиционного проекта с учетом инфляции. Бюджетная эффективность инвестиционного проекта. Анализ чувствительности инвестиционного проекта.

Тема 5. Методы финансирования и кредитования инвестиционной деятельности. Самофинансирование инвестиций. Акционирование как метод финансирования. Методы долгового финансирования инвестиций. Лизинг как метод финансирования. Инвестиционный налоговый кредит. Бюджетное финансирование инвестиций. Финансирование венчурных инвестиций. Бюджетное финансирование инвестиционных проектов. Ипотечное кредитование.

Тема 6. Организация подрядных отношений в строительстве. Роль капитального строительства в реализации капитальных вложений. Участники процесса капитального строительства. Подрядные торги.

Тема 7. Финансовые инвестиции. Финансовые рынки. Инструменты рынка ценных бумаг. Инвестиционные качества ценных бумаг и их оценка. Понятие и типы инвестиционного портфеля. Принципы и этапы формирования инвестиционного портфеля. Современная теория портфелей (модель Марковица). Модель оценки капитальных активов (САРМ). Стратегия управления портфелем.

Тема 8. Инвестиционный климат и инвестиционная политика. Понятие инвестиционного климата. Параметры инвестиционного климата. Методы оценки инвестиционного климата. Характеристика инвестиционного климата России. Общее понятие инвестиционной политики. Особенности формирования инвестиционной политики на различных уровнях хозяйствования.

Тема 9. Финансовые институты. Понятие, характеристика и особенности институциональных инвесторов. Классификация институциональных инвесторов. Характерные признаки институциональных инвесторов. Функции институциональных инвесторов. Риски институциональных инвесторов. Инвестиционные институты, их функции и роль в инвестиционной деятельности.

Тема 10. Иностранные инвестиции, их влияние на развитие национальной экономики. Юридические особенности регулирования деятельности иностранных инвесторов. Статус иностранных инвесторов. Классификация иностранных инвесторов. Способы привлечения иностранного капитала. Мотивы и специфические стимулы иностранных инвесторов и меры по привлечению иностранных инвестиций в экономику России. Формы иностранных инвестиций. Цели государственного регулирования процессов привлечения иностранных инвестиций.

Раздел 3. УЧЕБНО-МЕТОДИЧЕСКОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ДИСЦИПЛИНЫ

3.1. Вопросы для подготовки к экзамену (зачету)

1. Инвестиции как экономическая категория, ее сущность.
2. Экономические факторы, определяющие инвестиции.
3. Инвестиционные предпочтения домашних хозяйств.
4. Сущность двух проявлений инвестиции: реальные инвестиции и финансовые инвестиции.
5. Классификация инвестиций, их структура.
6. Инвестиционный процесс. Участники инвестиционного процесса.
7. Типы инвесторов и инвестиционных решений.
8. Функции государства в инвестиционной деятельности.
9. Инвестиции, осуществляемые в форме капитальных вложений: объекты, субъекты, права, обязанности, ответственность.
10. Формы и методы государственного регулирования инвестиционной деятельности, осуществляемой в виде капитальных вложений.
11. Государственные гарантии и защита капитальных вложений.
12. Понятие источника финансирования капитальных вложений. Собственные, привлеченные и заемные средства.
13. Инвестиционный проект: понятие, классификация.
14. Этапы формирования и фазы развития (жизненный цикл) инвестиционного проекта.
15. Характеристика денежного потока инвестиционного проекта.

16. Методы и критерии оценки инвестиционных проектов.
17. Дисконтирование и наращивание, их использование в финансовых расчетах.
18. Оценка инвестиционного проекта по методу чистого приведенного эффекта (дохода).
19. Оценка инвестиционного проекта по методу индекса рентабельности и коэффициента эффективности инвестиций.
20. Оценка инвестиционного проекта по методу внутренней нормы доходности.
21. Оценка инвестиционного проекта по методу срока окупаемости инвестиций.
22. Противоречия методов чистого приведенного эффекта (дохода) и внутренней нормы доходности.
23. Анализ эффективности инвестиционных проектов в условиях инфляции.
24. Инвестиционные решения в условиях неопределенности (риска).
25. Выбор инвестиционных проектов при наличии альтернатив в условиях ограниченности бюджета капитальных вложений.
26. Состоятельность проектов. Критические точки и анализ чувствительности.
27. Бюджетная эффективность и социальные результаты реализации инвестиционных проектов.
28. Оценка бюджетной эффективности инвестиционного проекта (показатели, определение ставки дисконтирования, учет рисков).
29. Методы самофинансирования инвестиционной деятельности.
30. Методы долгового финансирования инвестиционной деятельности.
31. Специфика предоставления бюджетных ассигнований на инвестиционные нужды.
32. Инвестиционный налоговый кредит как метод финансирования инвестиционной деятельности.
33. Лизинг, его виды и преимущества как метода финансирования инвестиций.
34. Понятие и сущность рискованного (венчурного) финансирования нововведений.
35. Сущность и особенности ипотечного кредитования.
36. Инвестиционная деятельность и организация подрядных отношений в строительстве.
37. Виды и субъекты финансовых рынков.
38. Инвестиционные качества ценных бумаг и их оценка.
39. Инвестиционный портфель: понятие, типы.
40. Принципы и этапы формирования инвестиционного портфеля.
41. Модель Г. Марковица: допущения, доходность и риск портфеля.
42. Модель оценки капитальных активов У. Шарпа.
43. Стратегия управления портфелем.
44. Инвестиционный климат, понятие и методы его оценки.
45. Содержание государственной инвестиционной политики.
46. Особенности формирования инвестиционной политики на уровне предприятия.
47. Характеристика институциональных инвесторов, их роль в инвестиционной деятельности.
48. Роль инвестиционных институтов в реализации инвестиций.
49. Классификация иностранных инвестиций, их роль в развитии национальной экономики.
50. Мотивы иностранных инвесторов, меры по привлечению иностранных инвестиций в экономику России.

3.2. Литература

Основная

1. *Боди З., Кейн А., Маркус А.* Принципы инвестиций. – М.: Вильямс, 2002.
2. *Вахрин П.И.* Инвестиции: Учебник. – М.: Дашков и К, 2002.
3. *Гулькин П.Г.* Венчурные и прямые инвестиции в России: теория и десятилетие практики. – СПб., 2003.
4. *Ендовицкий Д.А., Коробейников Л.С., Сысоева Е.Ф.* Практикум по инвестиционному анализу. – М.: Финансы и статистика, 2001.
5. *Ковалев В.В., Иванов В.В., Лялин В.А.* Инвестиции. – М.: Проспект, 2003.
6. *Крушвиц Л.* Инвестиционные расчеты. – СПб.: Питер, 2001.
7. *Мелкумов Я.С.* Организация и финансирование инвестиций. – М.: Инфра-М, 2000.
8. *Сергеев И.В.* Организация и финансирование инвестиций: Учебное пособие для вузов по экономическим специальностям и направлениям. – М.: Финансы и статистика, 2001.
9. *Сергеев И.В., Веретенникова И.И., Яновский В.В.* Организация и финансирование инвестиций. – М.: Финансы и статистика, 2002.

Дополнительная

1. *Боди З., Мертон Р.* Финансы. – М.: Вильямс, 2001.
2. *Бригхем Ю., Гапенски Л.* Финансовый менеджмент: Полный курс. – СПб.: Экономическая школа, 2000. – Т. 1, 2.
3. *Ван Хорн Дж.К.* Основы управления финансами. – М.: Финансы и статистика, 2001.
4. *Гитман Л.Дж., Джонс М.Д.* Основы инвестирования. – М.: Дело, 1997.
5. Инвестиции: Учебник / Под ред. В.В. Ковалева. – М.: Проспект, 2003.
6. *Кидуэлл Д.С., Петерсон Р.Л., Блэкуэлл Д.У.* Финансовые институты, рынки и деньги. – СПб.: Питер, 2001.
7. *Крушвиц Л.* Финансирование и инвестиции. – СПб.: Питер, 2000.
8. *Крушвиц Л., Шефер Д., Шваке М.* Финансирование и инвестиции: Сборник задач и решений. – СПб.: Питер, 2001.
9. Финансовый бизнес-план / Под ред. В.М. Попова. – М.: Финансы и статистика, 2002.

3.3. Нормативно-правовые документы

1. Федеральный закон от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» // Собрание законодательства РФ. – 1999. – № 9. – Ст. 1096.
2. Федеральный закон от 09.07.1999 г. № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» // Финансовая газета. – 1999. – № 30.
3. Закон РСФСР от 26.06.1991 г. «Об инвестиционной деятельности в РСФСР» // Инвестиционно-финансовый портфель / Отв. ред. Ю.Б. Рубин, В.И. Солдаткин. – М.: Соминтэк, 1993. – С. 252.
4. Закон РСФСР от 01.01.1992 г. «О налоге на операции с ценными бумагами» // Там же. – С. 338.
5. Положение Правительства РСФСР от 01.12.1991 г. «О выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР» // Там же. – С. 290.
6. Положение от 07.10.1992 г. «Об инвестиционных фондах» // Там же. – С. 621.

ТЕКСТЫ ЛЕКЦИЙ

Тема 1. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СУЩНОСТЬ И ЗНАЧЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЙ

1.1. Теоретические основы инвестиций

До 1991 г. в отечественной экономической науке понятие «инвестиции» было адекватно понятию «капитальные вложения», подразумевающему процесс капитального строительства и расходование ресурсов на создание основных производственных фондов с момента выделения денежных средств до момента их возмещения. При этом финансирование оборотных средств не рассматривалось как инвестиционная деятельность, так как не отвечало классическому (марксистскому) определению инвестиций/капвложений. То есть финансовые ресурсы, предназначенные для воспроизводства основных фондов, не могли направляться на пополнение оборотных средств.

После 1991 г. средства, направляемые на пополнение оборотного капитала, стали включаться в понятие «инвестиции». У хозяйствующего субъекта появилась возможность самостоятельно определять долю (соотношение) разделения выделенного капитала по направлениям – на воспроизводство основных фондов и оборотного капитала.

Вообще рыночная экономика привнесла в трактовку инвестиций и инвестиционной деятельности более широкое понимание, чем плановая экономика.

Законодательно установлено, что *инвестициями* являются денежные средства, целевые банковские вклады, паи, акции и другие ценные бумаги, технологии, машины, оборудование, лицензии, в том числе и на товарные знаки, кредиты, любое другое имущество или имущественные права, интеллектуальные ценности, вкладываемые в объекты предпринимательской и других видов деятельности в целях получения прибыли (дохода) или достижения положительного социального эффекта.

Все перечисленное в этом определении представляет собой простой перечень инвестиционных ценностей. Однако перечисление не дает определения, что такое инвестиции, а просто называет некоторые (далеко не все) их разновидности.

В соответствии с международной практикой смысл инвестиций должен быть расширен.

Существует несколько трактовок данного понятия.

Инвестиции – любое вложение денежных средств или их эквивалентов с целью получения дохода.

Инвестиции (investment) – это:

- долгосрочные вложения капитала в собственной стране или за рубежом в предприятия разных отраслей, предпринимательские проекты, социально-экономические программы, инвестиционные проекты (Большой экономический словарь. – М., 2002);
- затраты на производство и накопление средств производства и увеличение материальных запасов (Экономикс. – М., 1992);
- долгосрочное вложение капитала в какие-либо предприятия (Новейший словарь иностранных слов и выражений. – Минск, 2003).

Следует отметить, что последние два определения наиболее приближены к характеристике понятия «инвестиции».

Экономическая природа инвестиций, направленных на увеличение физического объема основных фондов, обусловлена закономерностями процесса расширенного воспроизводства и заключается в использовании части дополнительного общественного продукта для увеличения количества и качества всех элементов системы производительных сил общества.

Инвестиционная деятельность – это вложение инвестиций, или инвестирование, и совокупность практических действий по реализации инвестиций.

Основными признаками инвестиционной деятельности, определяющими подходы к ее анализу, являются:

- необратимость, связанная с временной потерей потребительской ценности капитала (например ликвидности);
- ожидание увеличения исходного уровня благосостояния;
- неопределенность, связанная с отнесением результатов на относительно долгосрочную перспективу.

По узкому определению инвестиционная деятельность (инвестирование) представляет собой процесс преобразования инвестиционных ресурсов во вложения.

Движение инвестиций включает две основные стадии.

Содержанием первой стадии «инвестиционные ресурсы – вложение средств» является собственно инвестиционная деятельность.

Вторая стадия «вложение средств – результат инвестирования» предполагает окупаемость осуществленных затрат и получение дохода в результате использования инвестиций. Она характеризует взаимосвязь и взаимообусловленность двух необходимых элементов любого вида экономической деятельности: затрат и их отдачи.

Инвестиционную деятельность необходимо рассматривать в единстве следующих основных элементов: субъектов, объектов и собственно экономических отношений.

Субъектами инвестиционной деятельности являются физические и юридические лица, а также государство, муниципальные органы власти, иностранные и международные организации.

Перечисленные субъекты в процессе реализации инвестиционных проектов могут выступать в качестве инвесторов, заказчиков, подрядчиков и пользователей.

Инвестор – юридическое или физическое лицо, осуществляющее вложение собственных средств и иных привлеченных им ценностей в инвестиционный проект с учетом их строго целевого использования, а также принимающее все решения по реализации проекта.

Реципиент – лицо, принимающее инвестиции.

В соответствии с законодательством *заказчик* не является инвестором – он наделяется правами владения, пользования, распоряжения на период реализации инвестиций и в пределах полномочий, определенных инвестором, согласно договору (контракта).

Подрядчик – исполнитель работ, обусловленных инвестиционным проектом. Его деятельность регулируется договором.

Пользователь (им может быть как инвестор, так и иные юридические или физические лица, государственные и муниципальные органы, иностранные и международные организации) – лицо, для которого создается объект инвестиционной деятельности.

Движение инвестиций предполагает взаимодействие субъектов инвестиционной деятельности, экономические отношения по поводу реализации инвестиций. Для осуществления инвестиционного процесса необходимо взаимодействие по меньшей мере двух сторон: реципиента и инвестора, финансирующего проект. Помимо этих сторон, как отмечалось выше, в инвестиционной деятельности могут принимать участие и другие субъекты.

Реализация инвестиций при прочих равных условиях становится возможной при совпадении экономических интересов участников инвестиционного процесса. Поэтому рассматриваемые отношения выступают как совокупность экономических связей, характеризующихся определенными свойствами. Они выражают отношения субъектов воспроизводства средств производства и материальных запасов в экономике, обладающих юридической и экономической самостоятельностью, проявляющих взаимную заинтересованность в осуществлении инвестиций.

Вся совокупность связей и отношений по реализации инвестиций в различных формах на всех структурных уровнях экономики образует экономическое содержание понятия инвестиционной сферы.

Инвестиционная сфера представляет собой ключевой элемент экономической системы, значение которого определяется тем, что именно здесь формируются важнейшие пропорции экономики: между накоплением и потреблением, накоплением и инвестированием, инвестированием и приростом капитальных стоимостей, вложениями и их отдачей, межотраслевая структура.

В состав инвестиционной сферы включаются:

- 1) сфера капитального строительства, где происходит вложение инвестиций в основные и оборотные производственные фонды отраслей. Эта сфера объединяет деятельность заказчиков-инвесторов, подрядчиков, проектировщиков, поставщиков оборудования, граждан по индивидуальному и кооперативному жилищному строительству и других объектов инвестиционной деятельности;
- 2) инновационная сфера, где реализуется новая научно-техническая продукция и интеллектуальный потенциал;
- 3) сфера обращения финансового капитала (денежного, ссудного и финансового обязательства в различных формах);
- 4) сфера реализации имущественных прав субъектов инвестиционной деятельности.

Объект инвестиций – инвестиционные ценности, вкладываемые в объекты предпринимательской и других видов деятельности во всех отраслях и секторах экономики в целях получения прибыли (дохода) или достижения положительного социального эффекта.

Действующее законодательство *запрещает* осуществлять инвестиции в объекты, создание и использование которых не отвечает требованиям экологических, санитарно-гигиенических и других норм, установленных законом, а также наносящие ущерб законодательно закрепленным правам и интересам граждан, юридических лиц, государства.

Инвестиционная деятельность в России регламентируется рядом законодательных актов, к числу основных из которых можно отнести:

1. Закон РСФСР от 26.06.1991 г. № 1488-1 «Об инвестиционной деятельности в РСФСР» с изм. и доп. от 19.06.1995 г. и 25.02.1999 г.
2. Приложение № 1 к указу Президента РФ от 07.10.1992 г. «Положение “Об инвестиционных фондах”».
3. Указ Президента РФ от 17.09.1994 г. «О частных инвестициях в РФ».
4. Закон РФ от 30.12.1995 г. № 225-ФЗ «О соглашениях о разделе продукции».
5. Закон РФ от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в РФ, осуществляемой в форме капитальных вложений».
6. Закон РФ от 09.07.1999 г. № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в РФ».
7. Закон РФ от 05.03.1999 г. № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг».
8. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования: Официальное издание, утвержденное Госстроем РФ, Минэкономики, Минфином, Госпромом РФ 31.03.1994 г. № 7-12/47. – М., 2000.

Принципы инвестиционной деятельности в условиях рыночной экономики:

- 1) невмешательство органов государственной власти и управления в инвестиционную деятельность, не противоречащую действующему законодательству;
- 2) добровольность инвестиций;
- 3) равноправие инвесторов, независимо от форм собственности, видов деятельности за исключением случаев, предусмотренных законодательством;
- 4) защищенность инвестиций;
- 5) свобода выбора критериев при осуществлении инвестиционной деятельности;
- 6) защита прав и интересов граждан, юридических лиц, государства, охраняемых законом.

Соблюдение этих принципов гарантируется государством.

Прекращение или приостановление инвестиционной деятельности может быть основано:

- на решении инвестора, при этом он возмещает другим участникам убытки и упущенную выгоду;
- на решении правомочного государственного органа (в случае признания инвестора банкротом, стихий и иных бедствий и катастроф, введения ЧП, если продолжение инвестиционной деятельности может привести к нарушению норм и правил закона).

В случае если вновь принимаемые нормативные акты ущемляют интересы субъекта инвестиционной деятельности, то он может потребовать возмещения убытков или упущенной выгоды по решению суда.

Инвестиции не могут быть безвозмездно национализированы или реквизированы. Применение подобных мер возможно лишь с полным возмещением убытков.

Инвестиции могут быть застрахованы.

1.2. Классификация видов инвестиций и типов инвесторов

Различают следующие виды инвестиций:

1. В зависимости от времени реализации:
 - краткосрочные – до 1 года;
 - среднесрочные – от 1 до 5 лет;
 - долгосрочные – от 5–10 лет и более.
2. В зависимости от принадлежности инвестора к сектору экономики:
 - частные;
 - корпоративные;
 - государственные.

3. В зависимости от характера влияния на размер национального богатства страны (капиталообразование):

- реальные;
- финансовые.

Реальные инвестиции представляют собой сумму средств на строительство или реконструкцию предприятий, оснащение оборудованием, на прирост оборотного капитала, т.е. в материальное производство, в материально-вещественные виды деятельности.

Финансовые (портфельные) – в отличие от реальных, не вызывают прироста национального богатства. Инвестиции, вкладываемые в акции, облигации и другие ценные бумаги, характеризуют процесс распределения уже созданного богатства.

4. В зависимости от степени участия инвестора в проекте:

- прямые;
- косвенные.

Прямые инвестиции осуществляются субъектами с финансовыми возможностями непосредственно в контакте с субъектами, обладающими финансовой потребностью.

Косвенные инвестиции осуществляются через посредников.

5. Инвестиции, осуществляемые в форме капитальных вложений, подразделяют на:

- оборонительные, направленные на снижение риска по приобретению сырья, комплектующих изделий, на удержание уровня цен, на защиту от конкурентов и т.д.;
- наступательные, обусловленные поиском новых технологий и разработок, с целью поддержания высокого научно-технического уровня производимой продукции;
- социальные, целью которых является улучшение условий труда персонала;
- обязательные, необходимость в которых связана с удовлетворением государственных требований в части экологических стандартов, безопасности продукции, иных условий деятельности, которые не могут быть обеспечены за счет только совершенствования менеджмента;
- представительские, направленные на поддержание престижа организации.

6. В зависимости от направленности действий выделяют:

- начальные инвестиции (нетто-инвестиции), осуществляемые при приобретении или основании предприятия;
- экстенсивные инвестиции, направленные на расширение производственного потенциала;
- реинвестиции, под которыми понимают вложение высвободившихся инвестиционных средств в покупку или изготовление новых средств производства;
- брутто-инвестиции, включающие нетто-инвестиции и реинвестиции.

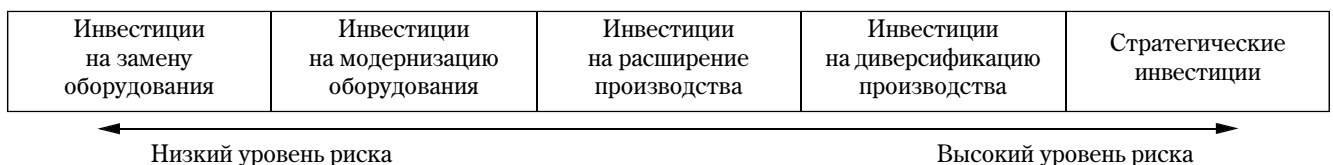
В экономическом анализе применяется и иная группировка инвестиций, осуществляемых в форме капитальных вложений. Это инвестиции:

- направляемые на замену оборудования, изношенного физически и/или морально;
- на модернизацию оборудования. Их целью является прежде всего сокращение издержек производства или улучшение качества выпускаемой продукции;
- в расширение производства. Задача такого инвестирования – увеличение возможностей выпуска товаров для ранее сформировавшихся рынков в рамках уже существующих производств при расширении спроса на продукцию или переход на выпуск новых видов продукции;
- на диверсификацию. Инвестиции связаны с изменением номенклатуры продукции, производством новых видов продукции, организацией новых рынков сбыта;
- стратегические, направляемые на внедрение достижений научно-технического прогресса, повышение степени конкурентоспособности продукции, снижение хозяйственных рисков.

7. В зависимости от степени риска выделяют инвестиции:

- с низким риском – считаются безопасным средством получения определенного дохода;
- с высоким риском – считаются спекулятивными.

Зависимость между видами инвестиций и уровнем риска можно представить следующим образом:



Зависимость между видами инвестиций и уровнем риска обусловлена опасностью изменения реакции рынка на результаты деятельности фирмы после осуществления того или иного вида инвестиций. Очевидно, что риск негативных последствий инвестирования будет ниже при продолжении выпуска уже апробированных рынком товаров и выше при организации нового производства.

В финансовой науке под риском понимается возможность того, что абсолютная либо относительная величина прибыли на инвестиции окажется меньше ожидаемой. Чем шире разброс абсолютных либо относительных значений прибыли на вложенные средства, тем больше риск, и наоборот.

Терминами «инвестирование» и «спекуляция» обозначаются два различных подхода к инвестированию.

Под инвестированием понимается процесс покупки ценных бумаг и других активов, о которых можно с уверенностью сказать, что их стоимость останется стабильной и на них можно будет получить не только положительную величину дохода, но даже предсказуемый доход.

Спекуляция состоит в осуществлении операций с такими же активами, но в ситуациях, когда их будущая стоимость и уровень ожидаемого дохода весьма ненадежны. Конечно, при более высокой степени риска от спекуляции ожидается и более высокий доход.

В соответствии с современными экономическими стандартами инвестиции можно классифицировать следующим образом:

- *государственные*. Образуются из средств государственного бюджета, за счет государственных финансовых источников;
- *частные*. Образуются из средств частных, корпоративных предприятий и организаций, граждан, включая как собственные, так и привлеченные средства;
- *иностраннне*. Вкладываются зарубежными инвесторами, другими государствами, иностранными банками, компаниями, предпринимателями;
- *производственные*. Направляются на новое строительство, реконструкцию, расширение и техническое перевооружение действующих предприятий;
- *интеллектуальные*. Вкладываются в создание интеллектуального, духовного продукта;
- *контролирующие*. Прямые инвестиции, обеспечивающие владение более чем 50% голосующих акций другой компании;
- *неконтролирующие*.

Инвесторов можно классифицировать по ряду признаков:

- статусу;
- цели инвестирования;
- отношению к региону;
- стратегии поведения на рынке.

По признаку статуса выделяют следующие типы инвесторов:

- *государство* – в лице органов управления государственной и муниципальной собственностью, имуществом, правами активно участвует в формировании инвестиционного рынка, осуществляет регулирование инвестиционной деятельности;
- *корпоративные инвесторы* – предприятия, объединения, включая иностранные;
- *финансовые посредники* – представлены составом институциональных инвесторов и банковского сектора (будут рассмотрены в отдельной теме);
- *население* – граждане, в том числе иностранцы.

Иностранные инвесторы имеют право осуществлять инвестирование на территории РФ посредством:

- 1) долевого участия в предприятиях, созданных на территории РФ совместно с российскими юридическими и физическими лицами;
- 2) создания предприятий, полностью принадлежащих иностранным инвесторам, а также филиалов иностранных юридических лиц;
- 3) приобретения движимого и недвижимого имущества, фондовых ценностей;
- 4) предоставления займов, кредитов и иных имущественных прав;
- 5) предоставления оборудования по международному лизингу.

Предоставление иностранным инвесторам прав на разработку возобновляемых и невозобновляемых природных ресурсов, находящихся в собственности государства, осуществляется на основании концессионных договоров. Срок действия этих договоров определяется исходя из характера и условий концессии.

С точки зрения целей инвестирования выделяются следующие типы инвесторов:

- *стратегические инвесторы* – как правило, осуществляют прямое инвестирование;
- *портфельные инвесторы* – инвестируют в ценные бумаги, формируя оптимальную структуру портфеля, рассчитывая на рост курсовой стоимости ценных бумаг;
- *внутренние инвесторы* – осуществляют свою деятельность на уровне региона;
- *хеджеры* – инвесторы, которые вкладывают свои ресурсы, надеясь на получение прибыли, при этом страхуя свои риски вложений;
- *спекулянты* – инвесторы, которые активно инвестируют, надеясь получить максимальную прибыль на спекулятивных операциях.

Права инвестора:

1. Инвестор самостоятельно определяет объем, направление и характер инвестиций.
2. Ему предоставляются права владения, пользования, распоряжения.
3. Право на осуществление торговых операций.
4. Право на повторные инвестиции (реинвестирование).
5. Может приобретать необходимое имущество у граждан, юридических лиц непосредственно и через посредников по договорным ценам.
6. Если не является пользователем, вправе контролировать и осуществлять другие права, предусмотренные законом или договором.

Обязанности инвестора:

1. Соблюдать законно установленные нормы и стандарты РФ, субъектов Федерации и муниципальных образований.
2. Выполнять требования государственных органов и должностных лиц в пределах их компетенции.
3. Взаимные отношения между субъектами инвестиционной деятельности оформляются документально и определяются договором (контрактом).
4. Содержание договора является компетенцией сторон, а не государства.
5. Решение возникающих споров должно осуществляться в арбитражном суде.

Контрольные вопросы

1. В чем принципиальные отличия понятий «капитальные вложения» и «инвестиции»?
2. Назовите субъектов инвестиционной деятельности.
3. Какие законодательные акты регламентируют инвестиционную деятельность в Российской Федерации?
4. В каких случаях инвестиционная деятельность может быть приостановлена?
5. Почему инвестиции не могут быть безвозмездно национализированы?
6. Почему возникает необходимость страховать инвестиции?
7. По каким признакам классифицируются инвестиции?
8. Какие инвестиции являются капиталобразующими: реальные или финансовые, почему?
9. Может ли спекуляция рассматриваться как процесс инвестирования?
10. По каким признакам различаются типы инвесторов?
11. Какими правами наделены инвесторы в соответствии с действующим законодательством?
12. Какие обязанности возложены на инвесторов?
13. Какие виды ответственности несет инвестор в случае нарушения возложенных на него обязанностей?

Тема 2. ФИНАНСОВЫЙ МЕХАНИЗМ НАКОПЛЕНИЯ КАПИТАЛА В РЫНОЧНОЙ ЭКОНОМИКЕ

2.1. Финансовая база инвестиций

Процесс формирования инвестиций предполагает создание и исследование их финансовой базы.

Показателем общего экономического состояния страны является ВВП – валовой внутренний продукт. Он дает представление об общем материальном благосостоянии нации, так как чем выше уровень производства, тем выше благосостояние страны. ВВП характеризует стоимость конечных товаров и услуг, произведенных резидентами страны за тот или иной период.

ВВП исчисляется в рыночных ценах конечного потребления, т.е. в ценах, оплачиваемых покупателем, включая все торгово-транспортные наценки и налоги на продукты.

ВВП используется для характеристики результатов производства, уровня экономического развития, темпов экономического роста, анализа производительности труда в экономике и т.д.

Национальный доход – обобщающий показатель экономического развития страны. Его величина определяет вновь созданную в материальном производстве стоимость.

Национальный доход складывается из следующих составных элементов:

- заработной платы рабочих и жалования служащих;
- доходов лиц, работающих не по найму;
- рентных доходов владельцев собственности;
- чистого процента по потребительским кредитам;
- прибыли корпораций;
- доходов собственников.

Национальный доход отличается от ВВП на сумму амортизационных отчислений и косвенных налогов на предпринимателей.

Национальный доход – в экономических моделях – денежный поток, направленный от фирм к домохозяйствам в уплату за факторы производства.

Распределение национального дохода заключается в создании основных, первичных доходов. Их сумма равна национальному доходу. Основные доходы формируются при распределении национального дохода среди участников материального производства. Они делятся на две группы:

- 1) зарплата рабочих, служащих, доходы фермеров, крестьян, занятых в сфере материального производства;
- 2) доходы предприятий сферы материального производства.

Но первичные доходы еще не определяют общественные денежные средства. Необходимо дальнейшее распределение и перераспределение национального дохода, которое связано:

- с межотраслевым и территориальным перераспределением средств в интересах наиболее эффективного и рационального использования доходов и накоплений предприятий и организаций;
- с наличием наряду с производственной непроизводственной сферы, в которой национальный доход не создается (образование, здравоохранение, социальное страхование и социальное обеспечение);
- с перераспределением доходов между различными социальными слоями населения.

В результате образуются вторичные, или производные, доходы, которые служат для формирования конечных пропорций использования национального дохода.

Источником инвестиций является фонд накопления, или сберегаемая часть национального дохода, направляемая на увеличение и развитие факторов производства, и фонд возмещения, используемый для обновления изношенных средств производства в виде амортизационных отчислений.

В масштабах государства валовые инвестиции равны валовым сбережениям. Основная доля сбережений концентрируется у населения.

Сбережения – часть текущего дохода, которая не была истрачена на удовлетворение потребительских нужд.

На размер сбережений оказывают влияние следующие факторы:

- экономические:
 - структура и уровень доходов;
 - уровень цен;
 - структура потребностей;
 - степень развития финансово-кредитной системы;
- социально-психологические:
 - возраст;
 - увеличение роли образования и уровня знаний в обществе;
 - развитие систем социального страхования и обеспечения.

2.2. Экономические факторы, определяющие инвестиции

Побудительным мотивом инвестиционной деятельности является получение дохода. Норма дохода (норма прибыли) определяется соотношением дохода, полученного в результате инвестиционной деятельности, за вычетом осуществленных инвестиций, к объему инвестиций. При этом, чем выше *норма дохода*, тем более привлекательны инвестиции.

Норма прибыли необходима для определения предпочтительности инвестиций, но недостаточна.

Инвестиции осуществляются в целях получения дохода через определенный промежуток времени, в будущем. В связи с этим возникает неопределенность, которая характеризуется понятием *риска*,

например, существует неопределенность в точных сроках и объемах получаемого дохода от инвестиционной деятельности. При этом важно отметить, что понятия «риск» и «неопределенность» не эквивалентны. О неопределенности говорят тогда, когда невозможно предсказать наверняка, что случится в будущем, а риск – это такая неопределенность, которую приходится принимать во внимание при реализации инвестиций, поскольку она может повлиять на материальное благополучие инвестора.

Учет фактора риска оказывает влияние на предпочтительность инвестиций: в общем случае, чем ниже риск, тем более привлекательны инвестиции. Но предпочтение инвестициям с минимальным уровнем риска отдается не всегда, поскольку инвесторы обладают индивидуальным отношением к риску.

Характеристика предпочтений человека в ситуациях, связанных с риском, называется *неприятием риска*: это мера готовности человека заплатить за уменьшение риска, которому он подвергается. Не желающие рисковать люди, оценивая компромисс между затратами на уменьшение риска и выгодами от этого, предпочитают менее рискованный вариант при тех же затратах. Например, если инвестор, принимая то или иное инвестиционное решение, склонен к избеганию риска, он готов согласиться с более низкой нормой дохода, потому что в этом случае она более предсказуемая. Для инвестора, обладающего низкой степенью неприятия риска, более привлекательными будут инвестиции с более высокой нормой дохода, несмотря на то, что неопределенность нормы дохода в этом случае выше.

Ориентируясь на собственное неприятие риска, инвестор определяет предпочтительность инвестиций исходя из соотношения нормы дохода к риску. Показатель «Доходность/Риск» объединяет два ключевых фактора – норму дохода и риск, влияющих на привлекательность инвестиций. Чем выше показатель «Доходность/Риск», тем более привлекательны инвестиции в общем случае: при равном уровне риска показатель выше для инвестиций с более высокой нормой дохода, а при равной норме дохода показатель выше для инвестиций с более низким уровнем риска.

Когда нормы дохода и уровни риска инвестиций различны, как правило, действует правило: чем выше риск, тем выше доходность. Повышенная доходность выступает в качестве компенсации за дополнительный риск. Предпочтительность инвестиций в данном случае определяется на основе показателя «Доходность/Риск» с учетом неприятия риска инвестором, принимающим решение.

Также на выбор в пользу инвестиций оказывает влияние *ставка процента по займам необходимого капитала*. В случае если норма прибыли инвестиций больше ставки процента – инвестиции выгодны. Если, наоборот – от их реализации предпочтительнее отказаться (в любом случае).

Спрос на инвестиционные ресурсы (рис. 2.1) показывает, что существует обратная зависимость между ставкой процента (стоимостью заемного капитала) и объемом спроса на инвестиции. При относительно низкой процентной ставке, спрос на инвестиции большой. Чем больше разница между средней нормой дохода инвестиций и ставкой процента – тем больше проектов можно реализовать.



Рис. 2.1. Спрос на инвестиционные ресурсы

Следует учитывать, что средняя норма дохода инвестиций и ставка процента оказывают влияние, как на инвестиционный спрос, так и на предложение. Более того, ставка процента является важнейшим регулятором инвестиционной активности. Минимальной рыночной ставкой процента по заемному капиталу является учетная ставка (ставка рефинансирования), которая устанавливается Центральным банком РФ на определенном уровне для реализации кредитно-денежной политики.

Инвестиционные предпочтения домашних хозяйств. Одни люди делают сбережения, помещая деньги под проценты в банк. Другие – совершают покупки, пользуясь для этого кредитом. Одни фирмы нуждаются в деньгах для осуществления выгодных проектов, и им требуются кредиты. Другие – располагают средствами, но не имеют возможности их немедленно и с толком потратить, а потому предпочитают дать их в долг под проценты.

Предоставление и получение денег в долг – это сделки, совершаемые на рынке заемных средств. Этот рынок дает возможность хозяйствующим субъектам – домашним хозяйствам и фирмам – распределять во времени свои расходы наиболее выгодным для себя образом.

Особенность поведения домашних хозяйств на рынке заемных средств в том, что одни из них являются заемщиками, т.е. выступают на стороне спроса, другие – кредиторами, т.е. выступают на стороне предложения. Одно и то же домашнее хозяйство при малых значениях процентной ставки может предъявлять спрос на заемные средства, а при больших – выходить на рынок с предложением. При некотором промежуточном значении ставки домашнее хозяйство вообще не выходит на рынок заемных средств.

Горизонт планирования домашнего хозяйства ограничен двумя периодами – настоящим и будущим. Предположим, что субъект хозяйствования может брать и давать любую денежную сумму займа под один и тот же процент, т.е. делаем предположение, что рынок совершенный (совокупный спрос = совокупному предложению).

Допустим, что домашнее хозяйство может осуществить единственный проект. Оно может в настоящем периоде приобрести объект собственности, потратив 10 млн руб., что сулило бы в будущем периоде доход в 12 млн руб. При этом домашнее хозяйство располагает собственными средствами в количестве 6 млн руб.

Если бы рынка заемных средств не существовало, у домашнего хозяйства не было бы выбора: оно должно было бы отказаться от проекта из-за нехватки денег. Существование рынка ставит домашнее хозяйство перед выбором: принять проект, взяв кредит в размере недостающих 4 млн руб., или отказаться от проекта, а «лишние» 6 млн руб. дать в долг под проценты.

Предпочтение домашнего хозяйства зависит от ставки процента.

Допустим, что ставка за период составит 10%. Взяв кредит и осуществив проект, домашнее хозяйство получит 12 млн руб. и должно будет вернуть взятую в долг сумму с процентами $4 \times (1 + 0,1) = 4,4$ млн руб.

Чистый доход составит $12 - 4,4 = 7,6$ млн руб.

Отказавшись от проекта и дав деньги в долг, домашнее хозяйство в будущем периоде получит $6 \times (1 + 0,1) = 6,6$ млн руб.

Вывод: осуществить проект выгоднее, и домашнее хозяйство предъявит спрос в размере 4 млн руб.

Предположим, что ставка составит 30%. В этом случае, осуществив проект, домашнее хозяйство получит чистый доход в размере $12 - 4 \times 1,3 = 6,8$ млн руб., а отказавшись, получит $6 \times 1,3 = 7,8$ млн руб.

Вывод: выгоднее отказаться, и домашнее хозяйство предложит займы 6 млн руб.

Заключая, определим закономерность: с ростом ставки процента на рынке заемных средств инвестиционные предпочтения домашних хозяйств имеют тенденцию к сокращению.

2.3. Источники финансирования инвестиций

Наличие источников финансирования инвестиций в настоящее время является одной из главных проблем в инвестиционной деятельности.

В соответствии с действующим законодательством инвестиции могут финансироваться за счет таких источников, как:

- 1) собственные финансовые ресурсы и внутрихозяйственные резервы инвестора:
 - нераспределенная прибыль;
 - амортизация;
 - сберегаемый доход (граждан и юридических лиц);
 - суммы страховых возмещений;
- 2) заемные финансовые средства:
 - банковские и бюджетные кредиты;
 - различные виды ссуд;
 - облигационные и вексельные займы;
- 3) привлеченные финансовые средства:
 - поступления от продажи акций;
 - паевые взносы учредителей;
 - благотворительные и иные взносы граждан и юридических лиц;
- 4) финансовые средства, централизуемых объединениями (союзами) предприятий в установленном порядке;
- 5) средства внебюджетных фондов;
- 6) средства бюджетов различных уровней, предоставляемых на безвозвратной и возвратной основе;
- 7) средства иностранных инвесторов.

Первая группа источников формирует собственный капитал *реципиента* – принимающего инвестиции, за счет сумм, не подлежащих возврату. Субъекты, предоставившие эти средства, наравне с прочими участвуют в доходах на правах долевой собственности.

Заемные средства подлежат возврату на заранее оговоренных условиях (время и оплата). Субъекты предоставляют средства на этих условиях как право на участие в доходах от реализации проекта.

Данная группировка источников финансирования инвестиций представлена в Методических рекомендациях Министерства финансов 1994 г. по отбору инвестиционных проектов для финансирования.

В зарубежной литературе выделяются внутренние и внешние источники, собственные и заемные.

В содержательном плане внутренние источники идентичны в трактовке Минфина. Внешние – формируются за счет выпуска акций, банковских займов и других источников.

Все внутренние источники являются собственными, а внешние – заемными.

В рыночных схемах хозяйствования внутренние источники – основа финансового капитала корпорации (70% от всех средств, направляемых на инвестиционные нужды). В централизованных государствах их доля невелика (≈35%, в некоторых – до 60%).

Среди внешних источников доминируют долгосрочные и краткосрочные кредиты банков (соответственно 60 и 90%). В централизованных странах – не более 15%. Сейчас основная доля приходится на краткосрочные кредиты (90%). Доля долгосрочных – невелика.

В рыночных системах прирост оборотных средств финансируется за счет средств краткосрочного банковского и коммерческого кредита. Основной капитал пополняется за счет долгосрочных кредитных ресурсов, выпуска акций (предпочтение все-таки отдается кредиту).

В России в 2006 г. доля государственных источников финансирования (средства бюджетов различных уровней и внебюджетных фондов) составила 20% в общем объеме инвестиций. Основная доля направлена на инвестиции в основной капитал.

В течение последних лет в России финансирование инвестиций в основной капитал осуществлялось в большей степени за счет привлеченных средств (рис. 2.2). В 2006 г. собственные и привлеченные средства в структуре финансирования инвестиций составили 48,9 и 51,1% соответственно (в 2005 г. – 47,8 и 52,2%).

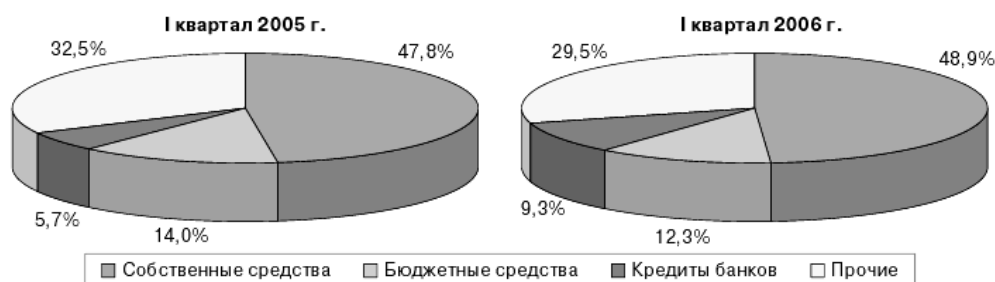


Рис. 2.2. Структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования

Среди привлеченных средств в структуре финансирования инвестиций в основной капитал весомая часть приходилась на бюджетные средства. В 2006 г. за счет бюджетных средств финансировалось 12,3% общего объема инвестиций в основной капитал (в 2005 г. – 14,0%). Как и в предыдущие годы, в 2006 г. в составе бюджетных средств основная часть приходилась на средства бюджетов субъектов Российской Федерации.

Заметно сократилась доля заемных средств других организаций: по итогам 2006 г. она составила 8,1% (в 2005 г. – 12,5%). Существенно возросла доля кредитов банков в финансировании инвестиций – с 5,7% в 2005 г. до 9,3% в 2006 г. В структуре финансирования инвестиций в основной капитал важную роль играют «прочие» источники, состоящие в основном из средств вышестоящих организаций. В 2006 г. их доля составила 20,9% (в 2005 г. – 19,6%).

Стабильная макроэкономическая ситуация на протяжении последних лет и продолжающийся экономический рост создают условия для притока иностранных инвестиций. Объем иностранных инвестиций, поступивших в нефинансовый сектор российской экономики, в январе–июне 2006 г. увеличился по сравнению с соответствующим периодом 2005 г. на 41,9% и составил 23,4 млрд долл. США. Как и в предыдущие годы, объемы иностранных инвестиций возрастали в значительной степени за счет увеличения кредитов. Вложения от иностранных инвесторов направлялись в основном в организации, осуществляющие деятельность по добыче полезных ископаемых; в обрабатывающие производства; а также в организации оптовой и розничной торговли.

В первом полугодии 2006 г. прямые инвестиции поступили на сумму 6,4 млрд долл. США, увеличившись по сравнению с соответствующим периодом 2005 г. на 43,6%. При этом доля прямых инвестиций в общем объеме поступлений от иностранных инвесторов составила 27,5% (по итогам 2005 г. – 27,2%). Динамика прямых инвестиций за 2000–2006 гг. отражена на рис. 2.3.

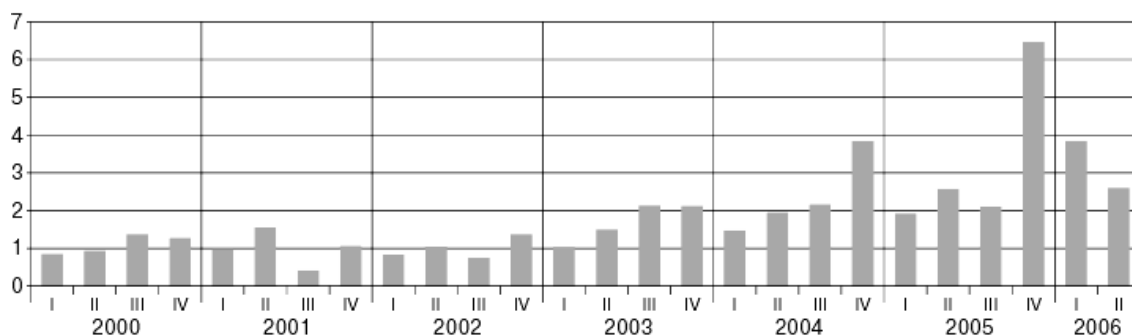


Рис. 2.3. Поквартальное поступление прямых иностранных инвестиций в экономику России (млрд долл. США)

Более половины прямых иностранных инвестиций (3,5 млрд долл. США) приходилось на взносы в капитал. Но доля иностранных инвестиций в финансировании реальных инвестиций невысока. Так, в 2006 г. за счет зарубежных источников было профинансировано 8,1% инвестиций в основной капитал крупных и средних организаций, в 2005 г. – 10,3%.

Объем портфельных инвестиций, поступивших от иностранных инвесторов в январе–июне 2006 г., составил 0,5 млрд долл. США, увеличившись по сравнению с январем–июнем 2005 г. в 2,9 раза. Их доля в общем объеме иностранных инвестиций возросла до 2,1% (в январе–июне 2005 г. она составляла 1,1%).

В общем объеме иностранных инвестиций, поступивших в экономику России в 2006 г., большая часть (70,4%) приходилась на инвестиции, учитываемые по статье «прочие» (торговые кредиты, кредиты международных финансовых организаций, кредиты правительств зарубежных стран под гарантии Правительства Российской Федерации и другие финансовые ресурсы, включая краткосрочные, предоставляемые на условиях возвратности). По сравнению с январем–июнем 2005 г. «прочие инвестиции» увеличились на 38,1% и составили 16,5 млрд долл. США.

По состоянию на конец июня 2006 г. объем иностранных инвестиций, накопленных в нефинансовом секторе экономики России, составил 128,0 млрд долл. США, что на 40,9% больше соответствующего показателя в 2005 г. Основными странами-инвесторами, постоянно осуществляющими крупные инвестиции в экономику России, являются: Кипр – 20,0% в общем объеме накопленных иностранных инвестиций, Нидерланды – 17,2%, Люксембург – 15,1%, Великобритания – 10,7%, Германия – 8,0%, США – 6,5%.

2.4. Структура инвестиций

Структура инвестиций позволяет определить соотношение финансовых и материальных активов. К настоящему моменту сложилась структура, отражающая значительное преобладание финансовых активов над реальными. В структуре самих активов все большую долю занимают ценные бумаги, кредитные срочные обязательства и счета инвестиционного характера.

Соотношение финансовых и материальных активов можно измерить *коэффициентом финансовой взаимосвязи* (R). Идея его разработки принадлежит американскому экономисту Голеделию. Впервые эта методика была применена в середине 50-х годов XX столетия.

$$R = \frac{\text{Совокупность финансовых активов}}{\text{Материальные активы} - \text{Чистые зарубежные активы страны}}$$

$$\text{Чистые зарубежные активы} = \frac{\text{Внешний долг страны и ее резидентов}}{\text{Долги иностранных государств и их резидентов перед страной}}$$

Граждане страны (физические лица), корпорации и другие юридические лица могут иметь банковские счета за рубежом, выдавать иностранным лицам кредиты, иметь за рубежом собственность. Кроме того, сами могут оказаться должниками иностранцев.

Если размер имущества и финансовые средства резидентов за рубежом больше, чем долги резидентов перед иностранцами, то чистые активы больше нуля, и наоборот.

Структуру инвестиций в России можно рассматривать по ряду признаков.

1. *Видовая структура инвестиций.* Отражает соотношение финансовых и реальных инвестиций и их состава. Сама по себе видовая структура не дает достаточных оснований для суждения о характере инвестиционного процесса и его влиянии на экономику страны.

Реальные инвестиции осуществляются в основной и оборотный капитал. В развитых странах наблюдается устойчивая тенденция к снижению роли чистых капиталовложений в воспроизводство основного капитала. В России наблюдается обратная тенденция – в 2006 г. инвестиции в основной капитал составили 4482,7 млрд руб. (113,5% по отношению к уровню 2005 г.). Динамика инвестиций в основной капитал (рис. 2.4) с исключением сезонного и случайного факторов свидетельствует о сохранении в 2006 г. тенденции к их росту при некотором повышении среднемесячных темпов роста по сравнению с соответствующим периодом 2005 г.

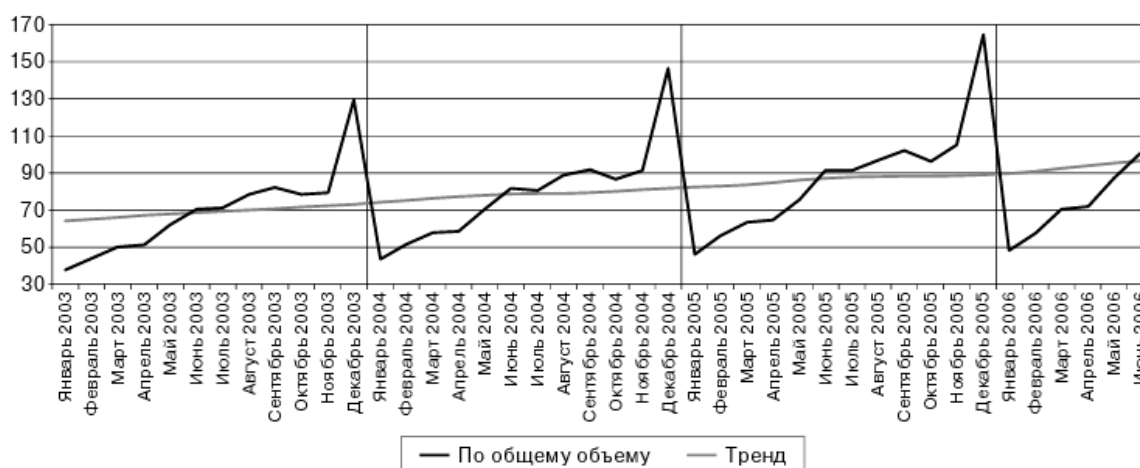


Рис. 2.4. Динамика инвестиций в основной капитал в 2003–2006 гг. (% к декабрю 1994 г.)

Видовая структура инвестиций в основной капитал в России в 2006 г., как и в предыдущие годы, отличалась достаточно большой долей вложений в активную часть основных фондов – машины, оборудование, инструмент, инвентарь. Так, по итогам 2006 г. эта доля возросла и составила в общем объеме инвестиций в основной капитал 36,5% (в 2005 г. – 35,9%). Наибольшую долю в видовой структуре инвестиций в основной капитал составляли инвестиции в здания и сооружения – 53,3% (снижение на 3 процентных пункта по сравнению с 2005 г.). При этом на инвестиции в жилье приходилось 7,2% (в 2005 г. – 8,0%).

Высокий удельный вес реальных инвестиций однозначно не свидетельствует о росте общественного богатства. Поэтому необходим анализ других структурных соотношений.

2. *Отраслевая структура инвестиций.* В РФ инвестиции сосредоточены в отраслях ТЭК, торговли и общепита.

В 2005 и 2006 гг. наиболее крупные объемы вложений в основной капитал были направлены на развитие транспорта и связи, обрабатывающих производств, а также добычи полезных ископаемых. По данным за 2006 год, их доля в общем объеме инвестиций в основной капитал составила 67,6% (в 2005 г. – 65,9%). Значительные объемы вложений в основной капитал направлялись также на операции с недвижимым имуществом, аренду и предоставление услуг (10,7%) и на производство и распределение электроэнергии, газа и воды (6,1%). Доля других видов деятельности (по укрупненной классификации) в структуре вложений в основной капитал в 2006 г. составляла 0,1–3,4%.

Среди обрабатывающих производств в 2006 г. заметно увеличилась доля металлургического производства (до 6,2% против 5,9% по итогам 2005 г.), а также химического производства (до 2,6% против 1,8%). По итогам 2006 г. по сравнению с 2005 г. наибольшими темпами росли инвестиции, направленные в производство машин и оборудования (увеличение в 2,6 раза), розничную торговлю (рост на 80,4%), в целлюлозно-бумажное производство (на 64,1%), в производство кокса (на 56,9%), в химическое производство (на 48,5%). Следует отметить некоторое улучшение структуры инвестиций: в их общем объеме сократилась доля добычи полезных ископаемых при увеличении доли обрабатывающих производств и отдельных видов инфраструктуры (производство машин и оборудования, металлургия, целлюлозно-бумажное и химическое производство, трубопроводный транспорт, связь).

3. Существенной характеристикой инвестиционного процесса является *структура капиталовложений по их финансовым источникам*. Она, отражая роль отдельных институтов в формировании инвестиционных ресурсов, позволяет оценить финансовое положение хозяйствующих субъектов.

Определить соотношение собственных и заемных средств помогает коэффициент автономии, который рассчитывается по формуле:

$$K_{\text{автономии}} = \frac{\text{Собственные средства}}{\text{Заемные средства}}.$$

Наиболее эффективное его значение равно единице.

Соотношение собственного и привлеченного капитала определяется коэффициентом концентрации:

$$K_{\text{концентрации}} = \frac{\text{Привлеченный капитал}}{\text{Всего средств}}.$$

По данным Банка России, коэффициент автономии на конец марта 2006 г. составил 1, при этом за 2005–2006 гг. структура источников финансирования организаций существенно не изменилась. Российскими организациями на 1 апреля 2006 г. в виде суммарной задолженности по обязательствам было привлечено 12 588,8 млрд руб., что больше, чем в аналогичный период 2005 г., на 13,7%.

В 2006 г. более активно по сравнению с 2005 г. использовались кредиты банков и займы, что привело к увеличению их доли в обязательствах с 43% на конец марта 2005 г. до 46,3% на конец марта 2006 г. Доля кредиторской задолженности соответственно сократилась.

Это усредненные значения, отраслевой анализ показывает существенное отличие в источниках финансирования. Наиболее высокий удельный вес кредитов банков и займов в объеме суммарных обязательств наблюдался в организациях по производству кокса (86,4%), добыче металлических руд (74,5%), в обработке древесины и производстве изделий из дерева, целлюлозы, древесной массы, бумаги, картона и изделий из них, нефтепродуктов (от 67 до 70%). Менее всего кредиты банков и займы использовались в транспортировании по трубопроводам газа (4%) и управлении эксплуатацией жилого фонда (5,5%).

В рыночных системах хозяйствования основным источником финансирования инвестиционной деятельности являются собственные средства. Именно их использование обеспечивает воспроизводство основного капитала.

В составе собственных источников инвестиций выделяют:

- средства на возмещение выбытия элементов основного капитала (амортизационные отчисления);
- чистые накопления (нераспределенная прибыль).

4. Соотношение этих источников характеризует *воспроизводственную структуру инвестиций*: амортизация – простое воспроизводство; прибыль – расширенное.

Существуют и отраслевые различия в динамике процесса. В промышленности роль амортизационного фонда в обновлении капитала выше, чем в других отраслях экономики, так как здесь обновление идет более быстрыми темпами.

Усиление процессов выбытия преимущественно активной части основного капитала на базе достижений науки и техники позволяет предприятиям:

- 1) ускорить кругооборот орудий труда в целях быстрого накопления амортизации, обеспечить самофинансирование воспроизводства основного капитала;
- 2) снизить издержки производства и получить прибыль для ее частичной капитализации в следующем инвестиционном цикле.

5. *Технологическая структура инвестиций* (касается только реальных). Предполагает выделение инвестиций, направленных на:

- технологическое перевооружение;
- реконструкцию и расширение;
- новое строительство.

По итогам 2006 г. за счет нового строительства, расширения, реконструкции и технического перевооружения действующих организаций в отдельных видах деятельности объемы введенных мощностей превысили их ввод в 2005 г. Среди них следует отметить нефтяные скважины из эксплуатационного бурения, мощности по производству отдельных видов строительных материалов: нерудных материалов, пиломатериалов, древесно-стружечных плит, керамической плитки, мощности

по производству различных пищевых продуктов, в первую очередь хлебобулочных, кондитерских, макаронных, колбасных изделий, консервов овощных и фруктовых. Значительно увеличились также введенные в действие торговые площади. Наряду с этим были введены значительные мощности для производства и передачи электроэнергии (линии электропередачи различным напряжением, трансформаторные понизительные подстанции), а также по виду деятельности «связь» (городские и сельские АТС, междугородные кабельные линии связи, мощности подвижной радиотелефонной связи, радиорелейные линии связи).

6. *Структура инвестиций по форме собственности.* Отражает преобладание инвестиционного потока в частные, коллективные и смешанные предприятия над муниципальными.

2.5. Формы капитализации инвестиций в основной капитал

Инвестирование в создание и воспроизводство основных фондов осуществляется в форме капитальных вложений.

Федеральный закон «Об инвестиционной деятельности в РФ, осуществляемой в форме капитальных вложений» определяет следующим образом капитальные вложения.

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.

В соответствии с направлением воспроизводства основных фондов инвестиции в основной капитал подразделяются на инвестиции, направляемые на новое строительство, расширение, реконструкцию, техническое перевооружение действующих предприятий и поддержание действующих мощностей.

К новому строительству относится строительство объектов основного, подсобного и обслуживающего назначения вновь создаваемых предприятий, зданий и сооружений, а также филиалов и отдельных производств, которые после ввода в эксплуатацию будут находиться на самостоятельном балансе, осуществляемое на новых площадках в целях создания новой производственной мощности.

К расширению действующих предприятий относится строительство дополнительных производств на действующем предприятии (сооружении), а также строительство новых и расширение существующих отдельных объектов основного, подсобного и обслуживающего назначения на территории действующих предприятий или примыкающих к ним площадках в целях создания дополнительных или новых производственных мощностей.

К реконструкции действующих предприятий относится переустройство существующих объектов основного, подсобного и обслуживающего назначения, как правило, без расширения имеющихся зданий и сооружений основного назначения, связанное с совершенствованием производства и повышением его технико-экономического уровня на основе достижений.

К техническому перевооружению действующих предприятий относится комплекс мероприятий по повышению технико-экономического уровня отдельных производств, цехов и участков на основе внедрения передовой техники и технологии, механизации и автоматизации производства, модернизации и замены устаревшего и физически изношенного оборудования новым, более производительным, а также по совершенствованию общезаводского хозяйства и вспомогательных служб.

К поддержанию мощности действующего предприятия относятся мероприятия, связанные с постоянным возобновлением выбывающих в процессе производственной деятельности основных фондов.

Строительство на действующих предприятиях отдельных объектов, не предусмотренных проектно-сметной документацией на расширение, реконструкцию, не относящееся к работам, связанным с техническим перевооружением действующих предприятий или поддержанием действующих мощностей, добывающих отраслей промышленности, планируется и осуществляется как строительство отдельных объектов на действующих предприятиях, не входящих в состав стройки. К таким объектам относятся отдельные объекты производственного назначения, инженерные сети, складские помещения, административно-бытовые комбинаты, конторские и бытовые помещения, объекты общественного питания, лечебно-профилактического, специального назначения и др.

Роль капитальных вложений можно свести к следующему:

- 1) капитальные вложения – это главный фактор создания основных фондов, реконструкции и расширения действующего предприятия, технического перевооружения производства;
- 2) при помощи капитальных вложений осуществляется регулирование пропорций и темпов развития основных фондов отдельных производств и отраслей народного хозяйства;
- 3) при помощи капитальных вложений решаются проблемы социального характера;

- 4) при помощи капитальных вложений осуществляется регулирование развития всех экономических регионов страны;
- 5) капитальные вложения покрывают расходы на проектные и проектно-исследовательские работы.

Контрольные вопросы

1. Что является финансовой базой инвестиций?
2. Какие факторы оказывают влияние на размер сбережений в обществе?
3. За счет каких источников могут быть осуществлены инвестиции?
4. Какова, по Вашему мнению, оптимальная структура инвестиционных источников?
5. Какие признаки заложены в основу структуры инвестиций?
6. Что побуждает экономических субъектов осуществлять инвестиции?
7. Как учитывается фактор риска при выявлении предпочтительности инвестиций?
8. Каким образом неприятие риска инвестором влияет на его инвестиционный выбор?
9. Каким образом ставка рефинансирования влияет на инвестиционную активность?
10. Каковы источники финансирования инвестиционной деятельности?
11. Какие источники финансирования инвестиционной деятельности в Российской Федерации являются основными?
12. Какие отличия существуют в источниках финансирования инвестиций в странах с рыночной и централизованной экономикой?
13. Чем отличаются источники финансирования отдельных организаций и корпоративных структур?
14. Какие источники финансирования доступны инвестору – физическому лицу?
15. Какова, по Вашему мнению, оптимальная структура инвестиционных источников для организации?
16. Какие признаки заложены в основу структуры инвестиций?
17. Какие признаки структуры инвестиций используются для анализа реальных инвестиций?
18. За счет каких финансовых источников российские организации осуществляют капиталовложения?
19. Какие существуют формы капитализации инвестиций в основной капитал?
20. Какова роль капитальных вложений?

Тема 3. ВРЕМЕННАЯ СТОИМОСТЬ ДЕНЕГ И ФИНАНСОВЫЕ РАСЧЕТЫ

3.1. Операции компаундинга и дисконтирования в финансовых расчетах

Специфика инвестиционной деятельности состоит в том, что инвестиционные вложения и отдача от инвестиций (доходы) существенно разнесены во времени. Временная стоимость денег – важный аспект при оценке инвестиций.

Деньги имеют *временную стоимость*, т.е. рубль, полученный сегодня, стоит дороже, чем рубль, полученный завтра. Факт удешевления денег во времени можно объяснить несколькими причинами. Во-первых, инфляция снижает покупательную способность денег. Во-вторых, рубль, инвестированный сегодня, завтра принесет прибыль, на которую рассчитывает инвестор, отказываясь сегодня от потребления в пользу инвестиций, рассчитывая в будущем расширить свои возможности в потреблении.

Учет фактора времени в финансовых расчетах играет важную роль. Расчеты на основе простого процента позволяют оценить накопленную за ряд периодов сумму, полученную исходя из размера первоначального вложения и присоединенных к ней процентов, умноженных на количество периодов их начисления. Но в финансовых расчетах чаще используется сложный (кумулятивный) процент.

Вычисление на основе сложного процента означает, что начисленные на первоначальную сумму проценты к ней присоединяются, а начисление процентов в последующих периодах производится на уже наращенную сумму. Процесс наращивания капитала в этом случае происходит с ускорением, по сравнению со схемой начисления по простому проценту. Механизм наращивания первоначальной суммы капитала по сложным процентам называется *капитализацией, наращиванием* или *компаундингом*.

Если начисление процентов производится один раз в период, в качестве которого в основном выступает финансовый год, то расчет наращенной суммы осуществляется по формуле:

$$FV = PV \times (1 + d)^n,$$

где *FV (future value)* – наращенная сумма (будущая стоимость);

PV (present value) – первоначальная сумма (текущая стоимость), на которую начисляются проценты;

d – ставка сложных процентов, выраженная десятичной дробью;

n – число лет, в течение которых начисляются проценты.

Обратным механизму наращивания является механизм *дисконтирования* или *приведения* (табл. 3.1). Дисконтирование – способ нахождения величины PV на некоторый момент времени при условии, что в будущем при начислении на нее процентов она могла бы составить наращенную сумму FV . Величина PV , найденная с помощью дисконтирования, называется *текущей, современной, приведенной* или *первоначальной* величиной.

Таблица 3.1

Логика финансовых операций с учетом фактора времени

Настоящее	Операция	Будущее
Компаундинг (наращение)		
Известны: первоначальная сумма (PV) и процент (d)	Интервал времени (T) →	Рассчитываемая наращенная сумма (FV)
Дисконтирование (приведение)		
Рассчитываемая приведенная сумма (PV)	← Интервал времени (T)	Известны: возвращаемая, будущая сумма (FV) и процент (d)

Текущая стоимость является обратной величиной наращенной суммы и определяется по формуле:

$$PV = \frac{FV}{(1+d)^n} = FV \times (1+d)^{-n}.$$

Если же проценты начисляются несколько раз в году – (m) раз, расчет текущей стоимости производится по формуле:

$$PV = FV \times \left(1 + \frac{d}{m}\right)^{-nm},$$

а наращенной суммы, соответственно:

$$FV = PV \times \left(1 + \frac{d}{m}\right)^{nm}.$$

Формулу дисконтированной стоимости по сложным процентам, начисляемым один раз в год, можно записать следующим образом:

$$PV = FV \times K,$$

где

$$K_{d,n} = \frac{1}{(1+d)^n}.$$

Рассчитываемый коэффициент $K_{d,n}$ называется *коэффициентом дисконтирования* или *дисконтным множителем*. Здесь процентная ставка (d) называется *ставкой дисконтирования*, а (n) – период дисконтирования.

Коэффициент дисконтирования используется в финансовых расчетах и его экономическое содержание заключается в следующем: стоимость 1 рубля, который может быть получен в следующем периоде времени, в настоящий момент времени.

Для определения коэффициента дисконтирования ($K_{d,n}$) для разных ставок дисконтирования и периодов времени существуют финансовые таблицы, которые позволяют без специальных расчетов определить значение коэффициента.

Существует обратная зависимость коэффициента дисконтирования (дисконтного множителя) от ставки дисконтирования и временного интервала (рис. 3.1). Анализируя полученные данные, можно сделать следующие обобщающие выводы:

1. Зависимость величины дисконтного множителя от времени (n) и величины ставки дисконтирования (d) имеет нелинейный характер. При этом при увеличении ставки дисконтирования нелинейная зависимость проявляется в большей степени (сравните графики для ставки дисконтирования 5 и 40%). Поэтому степень влияния дисконтирования меняется и быстрее возрастает с увеличением значений t и n .

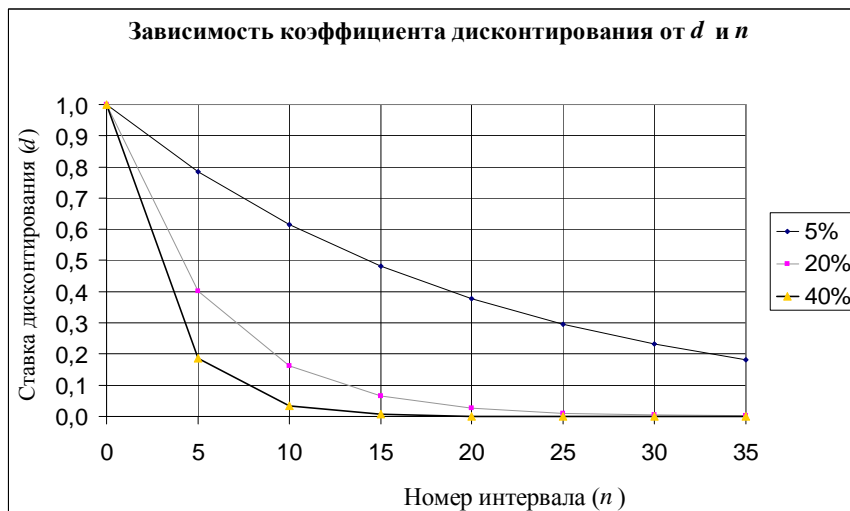


Рис. 3.1. Зависимость дисконтного множителя от ставки дисконтирования и временного интервала

2. С увеличением срока, на который дисконтируется сумма, величина дисконтного множителя стремится к нулю. Следовательно, дисконтируемая сумма также стремится к нулю. Поэтому сопоставимые по абсолютной величине суммы с увеличением разрыва во времени между ними принимают приведенные (дисконтированные) значения, существенно отличающиеся друг от друга.

3. На основании вывода 2 следует следующий важный вывод. Чем позже во времени осуществляются финансовые операции, тем в меньшей степени они влияют на дисконтированные (приведенные) значения сумм. Поэтому эффективность проекта можно повысить, используя в финансовой политике следующее правило: «Экономически выгодно стремиться задерживать во времени все виды выплат, а поступления от результатов деятельности надо стремиться организовать раньше».

На временную стоимость денег оказывают влияние разные факторы: инфляция; минимальная доходность альтернативных инвестиционных инструментов с более низким уровнем риска, например ставка по банковским депозитам; стоимость капитала, например ставка по банковским кредитам, и др. В зависимости от конкретных задач при финансовых расчетах в качестве ставки дисконтирования (d) может быть принята ставка рефинансирования Банка России, темп инфляции либо расчетная величина, полученная специальной методикой оценки.

Фактор инфляции в финансовых расчетах можно учитывать отдельно, в зависимости от поставленной задачи. Для этого необходимо рассчитать реальную ставку процента и использовать ее в расчетах в качестве ставки дисконтирования. Под *реальной ставкой процента* понимается ставка процента, очищенная от инфляционной составляющей. При этом установленная (оговоренная) ставка доходности по инвестициям или по ссуженным денежным суммам называется *номинальной ставкой процента*.

Связь номинальной и реальной ставок процента отражается в формуле Ирвинга Фишера:

$$(1 + k) = (1 + r) \times (1 + i),$$

где k – номинальная ставка доходности;

r – реальная ставка доходности;

i – прогнозируемый темп инфляции.

Необходимо отметить, что в указанной формуле обе ставки процента и прогнозируемый темп инфляции указаны за единый период и отражаются в виде десятичной дроби.

Из последней формулы следует прямая зависимость номинальной процентной ставки от реальной:

$$k = r + i + r \times i.$$

Таким образом, при низких темпах инфляции элементами (i) и ($i \times r$) можно пренебречь, но при высоких темпах инфляции номинальная ставка процента будет существенно завышенной по сравнению с реальной.

В инвестиционном анализе при использовании реальных денежных потоков, которые уже очищены от инфляции, в качестве ставки дисконтирования необходимо применять величину реальной процентной ставки; при использовании номинальных денежных потоков – номинальную ставку дисконтирования.

3.2. Экономическое содержание, виды аннуитета

Наращивание или дисконтирование не всегда производятся по отношению к одноразовой операции – вкладу или выплате. Ряд сделок может предусматривать как разовый платеж, так и ряд выплат, распределенных во времени. Выплата арендной платы, выплаты за приобретенное имущество в рассрочку, инвестирование средств в различные программы и т.д. в большинстве случаев предусматривают платежи, производимые через определенные промежутки времени, т.е. образуется поток платежей. В практике встречаются разнообразные потоки платежей. Причем один и тот же вид потока может быть использован в анализе различных финансово-кредитных операций.

Ряд последовательных фиксированных платежей, производимых через равные промежутки времени, называется *финансовой рентой* или *аннуитетом*. Например, аннуитетом является последовательность получения процентов по облигации, платежи по потребительскому кредиту, выплаты в рассрочку страховых премий и т.д.

Финансовая рента описывается такими параметрами, как:

- *член ренты* – размер фиксированного (отдельного) платежа;
- *период ренты* – временной интервал между двумя последовательными платежами;
- *срок ренты* – время от начала первого периода ренты до конца последнего;
- *процентная ставка*.

Размер процентной ставки не всегда прямо оговаривается в условиях финансовой операции. В качестве таковой для анализа используется ставка дисконтирования, способы выбора которой отражены в предыдущем вопросе темы.

По моменту выплат членов ренты аннуитеты подразделяются на *обычные (постнумерандо)*, в которых платежи производятся в конце соответствующих периодов (года, полугодия, квартала), и *пренумерандо*, в которых платежи осуществляются в начале этих периодов. Встречаются также аннуитеты, в которых предусматривается поступление платежей в середине периода.

На практике анализ потока платежей (оценка финансовой ренты) предполагает расчет одной из двух обобщающих характеристик: *наращенной суммы* или *современной (текущей, приведенной) стоимости* потока платежей.

Наращенная сумма – это сумма всех членов потока платежей и начисленных на них к концу срока процентов, т.е. на дату последней выплаты. Наращенная сумма показывает, какую величину будет представлять капитал, вносимый через равные промежутки времени в течение всего срока ренты вместе с начисленными процентами.

Этот показатель применяется, в частности, в тех случаях, когда арендатор кладет суммы арендных платежей в банк на счет арендодателя, а банк на них начисляет проценты. К концу срока выплаты рентных платежей их наращенная сумма определяется по формуле наращенной суммы аннуитета постнумерандо:

$$FV_A = R \times \frac{(1+d)^n - 1}{(1+d) - 1} = R \times \frac{(1+d)^n - 1}{d},$$

где R – член ренты (величина ежегодного взноса);

d – ставка процента;

n – срок ренты.

Современная (текущая, приведенная) величина потока платежей – это сумма всех его членов, уменьшенная (дисконтированная) на определенный момент времени, совпадающий с началом потока платежей или предшествующий ему. Современная стоимость аннуитета постнумерандо определяется по формуле:

$$PV_A = R \times \frac{1 - \frac{1}{(1+d)^n}}{d}.$$

Обобщающие поток платежей характеристики, особенно его современная стоимость, широко применяются в различных финансовых расчетах. Так без них, например, невозможно разработать план последовательного погашения задолженности, осуществить сравнение или безубыточное изменение условий контрактов, решать многие другие практические задачи.

Контрольные вопросы

1. Что представляет собой временная стоимость денег?
2. Каким образом происходит начисление простых процентов?
3. Каким образом происходит начисление сложных процентов?
4. В чем заключается механизм капитализации?
5. В чем экономический смысл процесса дисконтирования?
6. В чем заключается экономическое содержание и свойства ставки дисконтирования?
7. Как осуществляется выбор ставки дисконтирования?
8. Выполните обоснованный анализ зависимости результатов дисконтирования от ставки дисконтирования и номера временного интервала?
9. Каким образом связаны номинальная и реальная ставки процента?
10. Какое влияние учет фактора инфляции оказывает на результаты финансовых расчетов?
11. В каких случаях используется реальная и номинальная ставки процента?
12. Каково экономическое содержание финансовой ренты (аннуитета)?
13. По каким признакам различают виды финансовой ренты?
14. Какую роль играют процессы компаундинга в принятии инвестиционных решений?
15. Какова роль дисконтирования в инвестиционных расчетах?
16. Как можно раскрыть механизм негосударственного пенсионного страхования в терминах финансовой ренты?

Тема 4. АНАЛИЗ ЭФФЕКТИВНОСТИ РЕАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

4.1. Инвестиционный проект, этапы его реализации

В международной практике план развития предприятия представляется в виде бизнес-плана, который, по существу, является структурированным описанием проекта развития предприятия. Если проект связан с привлечением инвестиций, он называется инвестиционным проектом. Обычно любой новый проект предприятия в той или иной мере связан с привлечением новых инвестиций.

В соответствии с Федеральным законом от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» *инвестиционный проект* – обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления капитальных вложений, в том числе необходимая проектная документация, разработанная в соответствии с российским законодательством и утвержденными в установленном порядке стандартами (нормами и правилами), а также описание практических действий по осуществлению инвестиций.

Существуют другие трактовки данного понятия:

инвестиционный проект – это дело, деятельность, мероприятия, предполагающие осуществление комплекса каких-либо действий, обеспечивающих достижение целей (получения определенных результатов), т.е. и документация, и деятельность (Ковалев В.В., Иванов В.В., Лялин В.А. Инвестиции. – М., 2003);

инвестиционный проект – комплекс взаимосвязанных мероприятий, предназначенных для достижения поставленных целей в течение ограниченного периода времени и при установленном бюджете (Сергеев И.В., Веретенникова И.И., Яновский В.В. Организация и финансирование инвестиций. – М., 2002.).

Различают следующие виды инвестиционных проектов:

1. В зависимости от целей реализации – *тактические* и *стратегические*.

К стратегическим обычно относятся проекты, предусматривающие изменение формы собственности (создание арендного предприятия, акционерного общества, частного предприятия и т.д.) или кардинальное изменение характера производства (выпуск новой продукции, переход к полностью автоматизированному производству и т.п.).

Тактические проекты обычно связаны с изменением объемов выпускаемой продукции, повышением качества продукции, модернизацией оборудования.

2. В зависимости от порядка вложений и отдачи (получения дохода) от инвестиций – *нормальные* и *прочие*.

Для нормальных инвестиционных проектов характерен следующий порядок: отдача от проекта (доходы) начинают поступать только после осуществления всех инвестиций, которые нельзя путать с текущими расходами. Для прочих проектов указанный порядок не выполняется, инвестиции могут осуществляться определенными частями через некоторые промежутки времени, между которыми планируется поступление доходов от реализованных частей инвестиций.

Для анализа двух и более инвестиционных проектов используется следующая классификация проектов:

1. По срокам реализации – проекты *одинаковой и разной продолжительности*.
2. По объему требуемых инвестиций – *равномасштабные и разномасштабные*.
3. По необходимости исполнения – *альтернативные (взаимозаменяемые) и связанные (взаимодополняемые)*.

Связанными инвестиционными проектами являются такие проекты, когда реализация одного или нескольких из них не имеет смысла без реализации всех остальных, поскольку отдача (доходы) от каждого проекта зависят от реализации прочих проектов.

Альтернативными проектами являются такие проекты, реализация которых одновременно не имеет смысла, поскольку каждый из них обеспечивает достижение одинаковой цели полностью.

Процесс разработки любого инвестиционного проекта производственного характера, с момента выдвижения первоначальной идеи до ввода в эксплуатацию, условно может быть представлен в виде цикла, состоящего из трех основных фаз: прединвестиционной; инвестиционной; эксплуатационной.

Каждая из этих фаз, в свою очередь, включает в себя ряд последовательных стадий: некоторые из них в обязательном порядке содержат такие виды деятельности, как консультирование, проектирование и непосредственно производство.

В более детальном виде стадии жизненного цикла инвестиционного проекта представлены на рис. 4.1.



Рис. 4.1. Стадии жизненного цикла инвестиционного проекта

Результативность всего инвестиционного проекта, его желаемый эффект будут тем выше, чем детальнее и обоснованнее будут проведены мероприятия на начальной стадии жизненного цикла проекта, позволяющие выявить возможные проблемы и провести ряд превентивных действий, направленных на их устранение в будущем.

В период реализации прединвестиционной фазы одновременно присутствуют несколько видов деятельности, которые находят свое отражение и в дальнейших фазах жизни проекта. То есть, как только исследования инвестиционных возможностей определили надежные признаки жизнеспособности проекта, начинаются этапы содействия инвестициям и планирования их реализации. При этом необходима четкая последовательность действий при разработке инвестиционного проекта – от первой до последней стадии, в целях сокращения возможных потерь различных видов ресурсов. Кроме того, необходимо учитывать влияние на инвестиционный проект всех его участников: инвесторов, организаций, содействующих инвестированию, коммерческих банков, финансовых учреждений, поставщиков, контрагентов, консультантов и экспертов и т.д.

Все перечисленные субъекты принимают участие в процессе прохождения проектом каждой из фаз, однако наиболее значима степень их участия в прединвестиционных исследованиях, так как успех проекта в большинстве своем зависит от результативности и действенности маркетинговых,

технических, финансовых и экономических решений. При этом не всегда оправданна излишняя экономия средств, направляемых на соответствующие исследования и экспертизы, так как это может возыметь обратный эффект, связанный с появлением непредвиденных расходов после ввода проекта в эксплуатацию.

Прединвестиционная фаза включает в себя несколько стадий:

- определение инвестиционных возможностей;
- анализ альтернативных вариантов проекта и предварительный выбор проекта;
- подготовку проекта;
- исследования обеспечения;
- подготовку оценочного заключения.

Прохождение проекта через все эти стадии сопровождается формулированием предварительного технико-экономического обоснования и, позднее, окончательного технико-экономического обоснования.

Прединвестиционная фаза содействует дальнейшему продвижению инвестиций, создает лучшую основу для принятия решений и осуществления проекта.

Последовательное прохождение проекта по стадиям прединвестиционной фазы невозможно без поэтапной проверки идеи и представления альтернативных решений.

Предварительное технико-экономическое обоснование (ТЭО) позволяет избежать дополнительных затрат на проведение большого количества лишних ТЭО тех проектов, которые имеют незначительные шансы достичь инвестиционной фазы, т.е. быть принятыми к финансированию.

Начальным этапом прединвестиционных исследований является определение инвестиционных возможностей. На этой стадии уже может начаться процесс формирования и мобилизации инвестиционных ресурсов. Потенциальные инвесторы заинтересованы в получении достоверной информации о возникающих инвестиционных возможностях. Чтобы создать такую информационную базу, необходимо применять подходы как на уровне сектора экономики, так и на уровне предприятия.

Для этих подходов характерны два направления исследований.

На уровне сектора экономики следует анализировать весь инвестиционный потенциал страны, а также общую заинтересованность иностранных инвесторов в инвестировании средств за рубежом своей страны. На уровне предприятия следует определить конкретные инвестиционные требования как национальной экономики, так и потенциальных иностранных инвесторов.

Секторный подход к определению инвестиционного потенциала включает в себя, как правило, информацию о регионе, анализ имеющихся ресурсов и составление сводного плана развития промышленности. Анализ заинтересованности потенциальных инвесторов требует обзора текущей экономической ситуации, включая исследование структурных проблем, с которыми может столкнуться данный сектор.

Микроэкономический подход связан главным образом с анализом инвестиционных идей предпринимателей, организаций, содействующих инвестированию и финансовых учреждений как внутри страны, так и за ее пределами.

Исследование инвестиционных возможностей выступает главным инструментом, использование которого при количественной оценке информации позволяет развиться идее проекта в конкретное предложение. При этом подвергаются анализу следующие аспекты:

- природные ресурсы, пригодные для обработки;
- существующая инфраструктура;
- будущий спрос на определенные потребительские товары, потребление которых может возрасти за счет увеличения численности населения или покупательной способности, или вновь создаваемые товары;
- импорт, для определения сфер его замещения;
- воздействие на окружающую среду;
- уровень развития сектора обрабатывающей промышленности;
- возможные взаимные связи с другими отраслями, местными или транснациональными;
- возможное расширение существующих производств на основе нисходящей или восходящей интеграции;
- возможности диверсификации;
- возможное расширение производственной мощности для получения экономии, обусловленной ростом масштаба производства;
- общий инвестиционный климат;

- промышленная политика;
- наличие и стоимость производственных факторов;
- экспортные возможности.

Исследование инвестиционных возможностей носит весьма поверхностный характер и основывается в большей степени на общих оценках, чем на детальном анализе. Данные о затратах обычно берутся из сведений об аналогичных уже существующих проектах.

В зависимости от обстоятельств должны проводиться исследования либо общих возможностей (секторный подход), либо возможностей конкретного проекта (подход на уровне предприятия), либо и то, и другое.

Исследование общих возможностей можно разделить на три категории:

- исследования регионов, направленные на выявление возможностей в данном регионе;
- промышленные исследования, предназначенные для выявления возможностей в данной отрасли хозяйства;
- исследования, имеющие своей целью выявить возможности, основанные на использовании природных ресурсов, сельскохозяйственной или промышленной продукции.

Исследование возможностей конкретного проекта должно проводиться в соответствии с первоначально выявленными общими возможностями в виде продукции, обладающей потенциалом для внутреннего производства, кроме того, он должен быть обращен к потенциальным инвесторам.

Исследования возможностей конкретного проекта менее детальны, чем исследования общих возможностей. Их можно определить как превращение проектной цели в широкое инвестиционное предложение. Имея целью стимулирование заинтересованности инвесторов, исследования возможностей конкретного проекта должны содержать определенную базовую информацию о товарах, имеющих потенциал для внутреннего производства. Эта информация должна быть основана на общеэкономических показателях, таких как объемы импорта в предыдущие периоды, рост потребительского спроса, отсутствие / наличие товаров-субститутов или же на материалах одного из исследований общих возможностей регионов, секторов промышленности или ресурсов. Но во втором случае необходимо подходить избирательно к продукции, выявленной таким образом, и обобщить информацию о каждом виде продукции, чтобы потенциальный инвестор, отечественный или зарубежный, мог оценить привлекательность имеющихся возможностей для перехода к следующей стадии подготовки проекта. Для этого подобные данные могут быть дополнены информацией, касающейся основ технологии и методов производства конкретной продукции. В результате увеличивается инвестиционная привлекательность проекта, что способствует стимулированию заинтересованности инвестора.

При подготовке информации для исследования возможностей проекта необходимо соблюдать режим экономии средств, поскольку она предназначена главным образом для выявления принципиальных аспектов возможного предложения по инвестированию. Цель таких исследований – быстро и без лишних затрат оценить наиболее важные моменты инвестиционных возможностей.

Прежде чем приступить к реализации идеи проекта, ее необходимо детально проработать, чему способствует составление технико-экономического обоснования. Но так как проработка ТЭО, позволяющего принять определенное решение по проекту, – процесс достаточно длительный и дорогостоящий, следует дополнительно оценить идею проекта с помощью его предварительного технико-экономического обоснования (ПТЭО).

Цель ПТЭО заключается в определении степени выполнимости следующих положений:

- все ли возможные альтернативы проекта рассмотрены;
- оправдывает ли концепция проекта проведение детального анализа с помощью ТЭО;
- все ли аспекты проекта имеют важное значение с точки зрения его осуществимости и признания необходимости глубокого изучения путем функциональных исследований обеспечения;
- определена ли идея проекта либо как нежизнеспособная, либо достаточно привлекательная для отдельного или группы инвесторов;
- соответствует ли национальным стандартам экологическая ситуация на участке планируемого строительства и потенциальное воздействие на нее предполагаемого производства.

ПТЭО следует рассматривать как промежуточную стадию между исследованием возможностей проекта и детальным ТЭО. Основное различие заключается в степени детализации получаемой информации и глубине рассмотрения вариантов проекта.

На стадии ПТЭО должен быть проведен детальный анализ возможных альтернатив в таких основных областях исследования, как:

- стратегия проекта и рамки проекта;
- рынок и концепция маркетинга;
- сырье, основные и вспомогательные производственные материалы;
- месторасположение, участок и окружающая среда;
- проектирование и технология;
- организация и накладные расходы;
- трудовые ресурсы (управленческие кадры, затраты на оплату труда, потребность в профессиональном обучении и затраты на него);
- график осуществления проекта и составление бюджета.

Влияние вышеперечисленных факторов должно быть оценено с финансовой и экономической точек зрения.

Исследования обеспечения (функциональные исследования) особенно важны в случае крупномасштабных инвестиционных предложений. Они выступают в качестве предпосылки для проведения ПТЭО и ТЭО и включают в себя:

- исследование рынка предполагаемой продукции, включая прогнозирование спроса;
- исследование сырья, основных и вспомогательных производственных материалов, имеющихся и прогнозируемых запасов сырья и потребляемых ресурсов, а также тенденций в области изменения цен на них;
- лабораторные и опытно-промышленные испытания, которые выполняются по мере необходимости для определения пригодности конкретных видов сырья, материалов, продукции;
- исследование месторасположения, особенно в отношении возможных транспортных издержек;
- оценку воздействия на окружающую среду, включая анализ условий в регионе, возможности внедрения малоотходных технологий;
- исследование оптимизации масштабов производства в целях выбора наиболее экономичного размера производства в результате рассмотрения альтернативных технологий, инвестиционных и производственных издержек и цен;
- исследование типов необходимого оборудования, цен на него и издержек производства.

Содержание исследований обеспечения варьируется в зависимости от вида и характера проекта. Выводы этих исследований касаются жизненно важных аспектов проекта и служат основой для последующей стадии его подготовки.

В случае, если исследования обеспечения проводятся до или одновременно с ТЭО, они выступают его частью, уменьшая накладные расходы и их общую стоимость.

Технико-экономическое обоснование должно дать всю необходимую информацию для принятия решения об инвестировании.

На основе рассмотренных на стадии ПТЭО альтернативных вариантов решений результаты ТЭО позволяют определить и дать критическую оценку коммерческим, техническим, финансовым, экономическим и экологическим предпосылкам для реализации инвестиционного проекта.

В результате получается проект, предварительные условия и цели которого четко определены исходя из основной цели и возможных вариантов стратегии маркетинга, желаемой и достижимой доли рынка, соответствующих производственных мощностей, месторасположения предприятия, имеющихся сырья и материалов, соответствующей технологии и оборудования и, если требуется, оценки воздействия производства на окружающую среду. Финансовая часть исследования состоит в определении объема инвестиций, включая чистый оборотный капитал, издержки производства и маркетинга, поступления от продаж и прибыль на инвестированный капитал.

Разработка ТЭО должна осуществляться только тогда, когда выявлены с достаточной точностью необходимые финансовые средства, определенные исследованиями. Бессмысленно ТЭО без надежной гарантии того, что в случае положительного решения необходимые средства будут найдены. Поэтому возможное финансирование проекта должно быть рассмотрено еще на ранней стадии ТЭО, так как финансовые условия оказывают самое прямое влияние на полные издержки, и в результате, на финансовую осуществимость проекта.

Когда разработка ТЭО завершена, различные участники инвестиционного проекта дают ему собственную оценку в соответствии со своими конкретными целями, предполагаемыми рисками, затратами и прибылями.

Заключение по проекту выступает самостоятельной стадией прединвестиционной фазы, влияющей на окончательные инвестиционные и финансовые решения, принимаемые участниками проекта. Его готовят крупные инвестиционные и финансовые организации, владеющие формализованными методами оценки.

Чем выше качество работ, проведенных при формулировании ТЭО, тем меньше затрат времени и средств при оценке проекта. Оценочное заключение показывает, насколько оправдали себя произведенные затраты.

При подготовке оценочного заключения основной акцент делается на состоянии дел компании, нуждающейся в инвестиционных ресурсах. При этом анализу подвергаются такие составляющие деятельности предприятия аспекта, как технический, управленческий, коммерческий, организационный, финансовый, экономический, конъюнктурный и т.д. Кроме того, тщательному анализу должны быть подвержены риски, чтобы оценить факторы неопределенности, связанные с проектом и его альтернативами.

Оценочное заключение, как правило, касается не только конкретного проекта, но и отраслей промышленности, связанных с ним, и экономики в целом, в целях избежания возникновения в будущем проблем с отраслями – поставщиками сырья, материалов, оборудования и т.д.

При подготовке оценочного заключения должны быть применены результаты и выводы всех предшествующих этапов прединвестиционного исследования.

Положительное оценочное заключение является основанием для начала процесса финансирования инвестиционного проекта.

При отборе инвестиционных проектов и принятии инвестиционных решений применяется комплексный анализ. Проект может оцениваться с учетом источников его финансирования. В частности, существует понятие экономической (коммерческой) и бюджетной эффективности проекта. Коммерческая эффективность позволяет оценивать проект без разделения инвестиций по источникам. В этом случае оценка осуществляется на основе учета всех конечных результатов реализации проекта, например, прибыльности (доходности), рентабельности и т.д. Бюджетная эффективность рассчитывается на основании выделения и сравнения бюджетных затрат и бюджетных доходов, связанных с реализацией проекта. Кроме того, каждый проект имеет научно-технические и социальные последствия, которые следует учитывать.

Технический эффект от реализации проекта, как правило, обеспечивается снижением материалоемкости, трудоемкости, энергоемкости, капиталоемкости продукции или технологии (работ), повышением конкурентоспособности на рынке товаров (услуг).

С технической точки зрения проект должен обеспечивать последовательный рост технического уровня развития фирмы за счет использования более прогрессивных технологий, оборудования и т.п. Однако необходимо учитывать, что с ростом технической оснащенности выполняемых работ возникают и социальные последствия, связанные с повышением требований к профессиональному уровню работников, а следовательно, потребуются либо повышение их квалификации, либо увольнение. Возможно также повышение утомляемости работников, что влечет за собой необходимость разработки соответствующих мероприятий. Работа в новых условиях требует совершенствования системы оплаты и мотивации труда.

В то же время при реализации нового инвестиционного проекта могут создаваться рабочие места, ослабляться социальная напряженность, что будет частично способствовать решению проблемы безработицы в отдельном городе, регионе, стране в целом.

Таким образом, эффективное инвестиционное решение предусматривает комплексное обеспечение достижения стратегической цели.

4.2. Методы оценки эффективности инвестиционных проектов

Для оценки инвестиционных проектов применяются бухгалтерские и дисконтные методы оценки эффективности.

Бухгалтерские методы базируются на принципах бухгалтерского учета. Их основной особенностью следует считать то, что здесь денежные суммы, оборачивающиеся в различные моменты времени, считаются сопоставимыми. То есть в бухгалтерских методах не применяются операции дисконтирования (приведения) и компаундинга (наращивания).

Отметим основные показатели эффективности бухгалтерских методов:

- срок окупаемости, т.е. время, за которое все инвестиционные затраты будут компенсированы результатами реализации проекта;

- отдача капиталовложений определяется как отношение суммы доходов за весь планируемый срок реализации проекта к размеру инвестиций;
- удельные капитальные затраты, которые характеризуют инвестиционные издержки в расчете на единицу выпуска однородной продукции.

Дисконтные методы характеризуются учетом влияния фактора времени для денежных сумм, участвующих в операциях поступлений и выплат в различные моменты времени.

Дисконтные методы оценки эффективности инвестиционных проектов базируются на анализе ряда показателей:

- чистого приведенного дохода;
- внутренней нормы доходности;
- индекса доходности;
- дисконтированного срока окупаемости.

Надо отметить, что бухгалтерские и дисконтные методы не являются альтернативными. Наоборот, их следует рассматривать как дополняющие друг друга. Они базируются на общих принципах учета результатов операций, правилах расчетов многих экономических показателей. В то же время имеется ряд показателей эффективности, характерных только для одной из методик. Например, в дисконтных методах применяются специфические показатели, такие как ставка дисконтирования и внутренняя норма доходности.

В данной теме рассматриваются методологические основы дисконтных методов оценки эффективности инвестиционного проекта. Особенности бухгалтерской эффективности детально изучаются в ряде специальных дисциплин.

Эффективность проекта рассчитывается многократно на всех этапах его проектирования и реализации. К таким этапам относятся:

- начальный этап, когда проект еще детально не проработан, но уже необходимо дать оценку его инвестиционной привлекательности;
- этап проработки всех деталей проекта. Формирование альтернативных вариантов проекта с учетом возможных путей его реализации (например, выбор конкурирующих вариантов поставки оборудования, материалов, технологий и т.п.);
- этап реальной реализации проекта, когда учитываются фактические поставщики ресурсов, другие отклонения от проектных вариантов.

Необходимость таких многократных расчетов объясняется рядом причин. Отметим только некоторые из них.

Во-первых, каждый этап характеризуется своей степенью детализации учета факторов, влияющих на реализацию проекта.

Во-вторых, в случае привлечения различных инвесторов они могут потребовать оценить эффективность проекта исходя из интересов инвестора. Например, при бюджетном финансировании надо обеспечить бюджетную эффективность проекта, рассчитываемую по специальным методикам. В то же время требуется рассчитать коммерческую эффективность проекта, так как в финансировании участвуют коммерческие инвесторы. Коммерческая эффективность также важна для заказчиков и исполнителей проекта.

В-третьих, чем выше стоимость инвестиционного проекта, тем ответственнее принимать решение о его реализации. В такой ситуации заказчики и инвесторы объявляют конкурсы инвестиционных проектов и их исполнителей. Поэтому возникает потребность выполнить сравнительный анализ эффективности конкурирующих проектов и их исполнителей.

Из сказанного следует, что для оценки эффективности проектов могут применяться различные методики комплексно или выборочно. На выбор методик оказывают влияние требования потенциальных инвесторов, значимость проекта (финансовая, социальная, экологическая и т.п.), компетентность разработчиков проекта и т.д.

Для оценки эффективности сложных инвестиционных проектов используются программные продукты, позволяющие в табличном и графическом видах представить динамику изменения экономических характеристик проекта при заданных условиях.

К наиболее распространенным продуктам относятся: «Project Expert», «Альт-Инвест», «ТЭО-ИНВЕСТ». Все программные продукты соответствуют методологии UNIDO и действующим методическим рекомендациям.

Применение дисконтных методов для оценки эффективности инвестиционных проектов невозможно без определения ставки дисконтирования. Выбор ставки дисконтирования в каждом

конкретном случае индивидуален. Определение ставки дисконтирования есть, по существу, определение размера скидки суммы чистой стоимости, которая исключается из расчетного значения показателей эффективности проекта. Исходя из этого начального положения, выделим факторы, влияющие на выбор величины ставки дисконтирования.

В силу значительного обратно пропорционального влияния величины дисконта на показатели эффективности, все заинтересованы в уменьшении ставки дисконта. Идеальная ситуация, когда ставка равна нулю. В этом случае мы фактически переходим к бухгалтерским методикам расчета эффективности.

Первым фактором, влияющим на скидки значений показателей эффективности, является необходимость предусмотреть минимальную норму прибыли инвесторов на предоставленные суммы инвестиционных ресурсов. Так как инвесторы сами определяют предельный минимальный уровень рентабельности своих инвестиционных ресурсов, исходя из собственных целей инвестирования, то фактически они задают правила учета влияния этого фактора на ставку дисконтирования.

Инвесторы, преследующие коммерческие цели от инвестирования, предоставляют свои ресурсы на определенный срок по цене, обеспечивающей им гарантированный минимальный доход. Методы оценки стоимости капиталов из различных источников в данной теме не рассматриваются. Поэтому будем говорить о цене капитала, как уже об определенной величине.

Если проект финансируется группой инвесторов, то рассчитывается средневзвешенная цена капитала. Эта цена должна выступать как часть базовой ставки дисконтирования.

Если проект инвестируется из собственных средств компании, то используется несколько подходов к оценке базовой ставки дисконтирования. Отметим здесь следующие. Может использоваться средневзвешенная стоимость капиталов компании (WACC). Другой подход ориентирован на среднюю норму рентабельности капиталовложений компании или среднюю рентабельность предприятий отрасли. Для экспресс-оценки базовой ставки также используют среднюю норму процентов по кредитам.

Исходя из сказанного, коммерческая ставка дисконтирования обязательно включает средневзвешенную цену инвестиционных ресурсов.

Однако на эффективность инвестиционного проекта оказывают влияние не только затраты, связанные с привлечением инвестиционных ресурсов. Важным фактором, влияющим на эффективность проекта, является уровень риска снижения доходности проекта или его невыполнения. Проект реализуется в условиях противодействия конкурентов, изменения экономического состояния государства, изменения потребностей рынка в товарах и услугах и т.д. Обобщенно все эти факторы риска целесообразно оценить обобщенным процентом риска (R) инвестиционного проекта. Этот процент риска следует прибавить к цене капитала. Процент за риск, добавляемый к ставке дисконтирования, называется *премией за риск*. Эта скидка за риск ухудшает дисконтированные показатели эффективности. Однако в случае, если предполагаемые рискованные события не произошли, то в результате у нас эффективность проекта повысится, и такую прибавку можно рассматривать как премию за риск.

Таким образом, ставка дисконтирования (d) должна учитывать влияние как минимум двух групп факторов: средневзвешенной стоимости привлекаемых инвестиционных ресурсов (WACC) и процента риска (R) снижения эффективности проекта:

$$d = WACC + R .$$

При определении ставки дисконтирования учитывается ряд достаточно неопределенных факторов. Например, на каких условиях, мы предполагаем получить инвестиционные ресурсы, процент рискованности реализации проекта и т.д. Тем не менее эта ставка играет важную роль при оценке эффективности инвестиционного проекта.

При экономической оценке инвестиционных проектов используется ряд методов. Основной из них сводится к расчету *чистой текущей стоимости* – NPV (Net present value).

В отечественной экономической литературе встречаются различные переводы этого показателя с английского языка: чистый приведенный доход, чистая текущая (современная) стоимость, чистый дисконтированный доход, чистый приведенный эффект и т.д. Однако содержание показателя при этом не меняется.

Определяется NPV как сумма чистых доходов (денежные притоки за минусом денежных оттоков) за весь расчетный период, приведенных к текущему моменту времени ($t = 0$):

$$NPV = \sum_{t=0}^N \frac{P_t - I_t}{(1+d)^t},$$

где P_t – денежные поступления в период времени t ;
 I_t – инвестиции (денежные оттоки) в период времени t ;
 t – интервал расчета, $t = 0, 1, 2, \dots, N$;
 N – горизонт расчета (расчетный период);
 d – ставка дисконтирования.

Данную формулу можно записать иначе, используя коэффициент дисконтирования (дисконтный множитель):

$$NPV = \sum_{t=0}^N (P_t - I_t) \times K_{d,t},$$

где

$$K_{d,t} = \frac{1}{(1+d)^t}.$$

Когда инвестиционный проект является нормальным и имеет единовременные стартовые инвестиции, для расчета приведенного эффекта достаточно вычесть из суммы дисконтированных денежных поступлений стартовые инвестиции (I_0):

$$NPV = \sum_{t=1}^N \frac{P_t}{(1+d)^t} - I_0.$$

Итак, NPV представляет обобщенный конечный результат инвестиционной деятельности в абсолютном денежном измерении, приведенный к современной стоимости доходов и затрат проекта, выполненных в разные интервалы времени, т.е. ко времени начала реализации проекта.

Критерием оценки эффективности инвестиционного проекта по методу чистой текущей стоимости является сравнение значения NPV проекта с нулем.

Если NPV положительный ($NPV > 0$), то проект при данной норме дисконта является эффективным (прибыльным) и может рассматриваться вопрос о его принятии.

Отрицательное значение NPV ($NPV < 0$) свидетельствует о том, что проект не приносит прибыли и реализация его в предложенном варианте экономически нецелесообразна.

Если $NPV = 0$ – проект не прибылен, но и не убыточен, принятие такого проекта не оправдывает цели инвесторов, преследующих коммерческую выгоду, поэтому такой проект в предложенном варианте реализовываться не будет.

Критерием выбора инвестиционного проекта среди ряда альтернативных, на основе метода чистой текущей стоимости, является максимальное значение NPV. Предпочтение отдается тому проекту, значение NPV которого больше остальных. Рассмотрим порядок расчетов NPV на примере табл. 4.1, с учетом того, что ставка дисконтирования (d) равна 10%.

Таблица 4.1

Порядок расчета NPV инвестиционного проекта

Строка	Элементы расчета	Номера периодов (t)					
		0	1	2	3	4	5
1	Чистый доход периодов ($P_t - I_t$) (тыс. руб.)	-900	-50	130	470	1000	1000
2	Коэффициент дисконтирования	1,000	0,909	0,826	0,751	0,683	0,621
3	Дисконтированный чистый доход периодов (тыс. руб.)	-900	-45	107	353	683	621
4	Накапливаемая сумма NPV с первого интервала (тыс. руб.)	-900	-945	-838	-485	198	819

В строке 3 показан дисконтированный (приведенный на начало проекта) чистый доход для каждого временного интервала. Она рассчитана перемножением стр. 1 на стр. 2.

В строке 4 рассчитана накапливаемая сумма приведенного дохода последовательно с первого интервала ($t = 0$) до последнего ($t = 5$). В нашем примере NPV проекта равен 819 тыс. руб.

При прогнозировании доходов по годам необходимо учитывать все виды поступлений как производственного, так и непроизводственного характера, которые могут быть ассоциированы с данным проектом.

Так, если по окончании периода реализации проекта планируется поступление средств в виде ликвидационной стоимости оборудования или высвобождения части оборотных средств, они должны быть учтены как доходы соответствующих периодов.

Необходимо отметить, что показатель NPV отражает оценку изменения экономического потенциала предприятия в случае принятия рассматриваемого проекта. NPV различных проектов можно суммировать. Это очень важное свойство, выделяющее этот критерий из всех остальных и позволяющее использовать его в качестве основного при анализе оптимальности инвестиционного проекта.

Можно выделить некоторые положительные моменты метода NPV: во-первых, он ориентирован на увеличение благосостояния акционеров; во-вторых, он позволяет оценить и ранжировать инвестиции с использованием общей базы для сравнения.

Однако наряду с преимуществами метода можно выделить недостатки, которые заключаются прежде всего в возможности ошибки:

- при выборе между разномасштабными проектами;
- при выборе между проектами с большими NPV и длительными сроками окупаемости и с меньшими NPV и короткими сроками окупаемости.

Из формулы расчета NPV видно, что его величина сильно зависит не только от величины чистого дохода во всех временных интервалах. Значительное влияние оказывает процедура дисконтирования. Проведем анализ зависимости суммы приведенного дохода от ставки дисконтирования при заданных чистых доходах, периодах и фиксированной продолжительности реализации проекта. На основании данных о чистом доходе проекта по интервалам времени (см. табл. 4.1) в табл. 4.2 представлены расчеты значений NPV в зависимости от величины ставки дисконтирования (d).

Таблица 4.2

Зависимость NPV от ставки дисконтирования

Ставка дисконтирования (d), %	NPV	Уменьшение NPV при увеличении d на 5%
0	1650	
5	1183	467
10	819	364
15	533	286
20	305	228
25	122	183
30	-29	150
35	-151	122
40	-252	101

На основании данных табл. 4.2 построен соответствующий график (рис. 4.2).

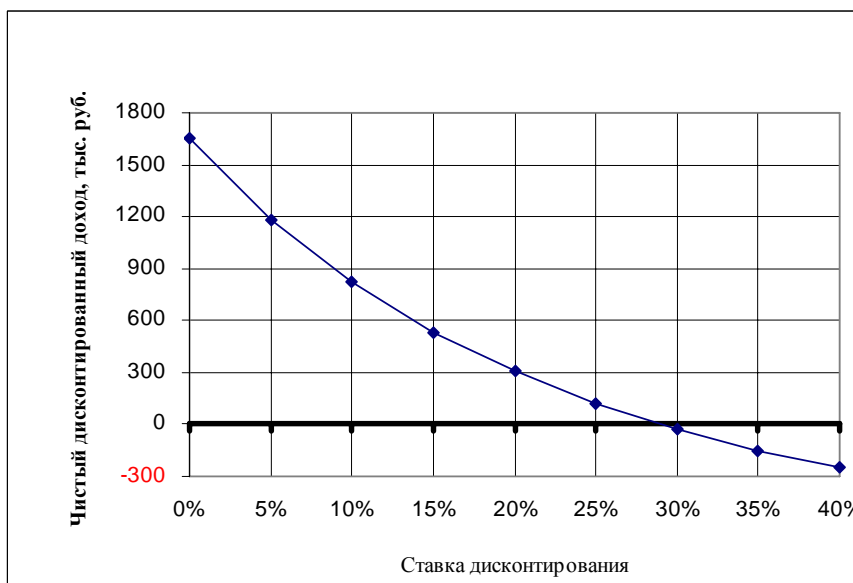


Рис. 4.2. Зависимость NPV от ставки дисконтирования

Выделим основные свойства критерия NPV, зависящие от величины ставки дисконтирования:

- NPV имеет нелинейную обратно-пропорциональную зависимость от ставки дисконтирования. Это означает следующее: с увеличением ставки дисконтирования уменьшается величина NPV. Нелинейная зависимость указывает на то, что для разных участков диапазона величины d величина NPV изменяется с разной скоростью. При этом скорость уменьшения NPV выше при малых значениях дисконта;

- с ростом ставки дисконтирования NPV переходит из зоны положительных значений в зону отрицательных. То есть имеется барьерное (критическое) значение ставки дисконтирования, при котором NPV равно нулю. Таким образом, делаем важный вывод о существовании точки безубыточности инвестиционного проекта, зависящей от значения ставки дисконтирования и играющей существенную роль в оценке эффективности проекта. Для ее обозначения применяется специальный показатель эффективности – *внутренняя норма доходности проекта*.

Внутренняя норма доходности проекта – IRR (Internal rate of return) – представляет собой такую ставку дисконтирования, при которой NPV проекта равен нулю. На приведенном выше графике (рис. 4.2) IRR является точкой пересечения кривой NPV с осью абсцисс (ось ставок дисконтирования). Значение IRR в рассмотренном примере находится между 25 и 30%.

Другими словами, IRR равна такой ставке дисконтирования, при которой дисконтированная сумма всех поступлений равна дисконтированной сумме всех выплат. В литературе также используются другие наименования этого показателя – *внутренняя норма рентабельности, прибыльности, возврата инвестиций, внутренний коэффициент доходности*. IRR находится из решения следующего уравнения:

$$NPV = \sum_{t=0}^N \frac{P_t - I_t}{(1 + IRR)^t} = 0.$$

Приведенное уравнение не позволяет вывести формулу прямого расчета значения IRR. Данное уравнение применяется для интерпретации содержательного смысла показателя IRR. Величину IRR можно рассчитать приближенными вычислительными методами. Например, методами половинного сечения или «золотого» сечения. В EXCEL есть специальная финансовая функция (ВНДХ), рассчитывающая приближенное значение IRR. В силу того, что расчеты IRR носят приблизительный характер, в некоторых случаях может возникнуть неоднозначность оценки величины IRR. Следует также отметить, что если среди членов потока чистого дохода нет отрицательных сумм, то IRR нельзя рассчитать.

Ориентируясь на существующие в момент анализа процентные ставки на ссудный капитал, выбираются два значения ставки дисконтирования $d_1 < d_2$ таким образом, чтобы в интервале (d_1, d_2) функция $NPV(d)$ меняла свое значение с положительного на отрицательное.

Далее используют формулу:

$$IRR = d_1 + \frac{NPV(d_1)}{NPV(d_1) - NPV(d_2)} \times (d_2 - d_1),$$

где d_1 – значение ставки дисконтирования, при которой $NPV(d_1) > 0$;

d_2 – значение ставки дисконтирования, при которой $NPV(d_2) < 0$.

Точность вычислений обратно пропорциональна длине интервала (d_1, d_2) . Поэтому более точные результаты достигаются при минимальной длине интервала (1%).

Итак, IRR является относительной мерой эффективности реализации инвестиционного проекта, и представляет собой ставку дисконтирования, при которой инвестиции в проект уравновешены доходами проекта, распределенными во времени, при этом IRR показывает максимально допустимый относительный уровень расходов на привлечение инвестиционных ресурсов.

Критерием оценки эффективности инвестиционного проекта по методу внутренней нормы доходности является сравнение значения IRR проекта с заданным пороговым значением (ставкой отсечения) или минимальной ставкой доходности, которая требуется для одобрения инвестиционного проекта.

Если $d < IRR$, проект рентабелен, поскольку показатель чистого дисконтированного дохода в этом случае положительный. Проект можно принять.

Если $d > IRR$, проект убыточен, показатель чистого дисконтированного дохода в этом случае отрицательный. Проект неэффективен и принимать его нецелесообразно.

Если $d = IRR$, проект не убыточен, но и не рентабелен, поскольку показатель чистого дисконтированного дохода в этом случае равен нулю. Проект принимать нецелесообразно, следует его доработать или отвергнуть.

Другими словами, проект рентабелен и его можно принять, если величина разрыва значений показателей внутренней нормы доходности и ставки дисконтирования ($IRR - d$) положительна.

Положительная величина разрыва ($IRR - d$) указывает на уровень запаса устойчивости проекта к возможным ухудшениям условий его реализации, т.е. на устойчивость оценки к повышению рисков реализации проекта.

Критерием выбора инвестиционного проекта среди ряда альтернативных, на основе метода внутренней нормы доходности, является максимальное значение IRR. В общем случае предпочтение отдается тому проекту, значение IRR которого больше остальных.

Критерий объясняется тем, что при сравнении альтернатив используется единая ставка дисконтирования, а величина разрыва значений показателей внутренней нормы доходности и ставки дисконтирования ($IRR - d$) больше у того проекта, у которого значение IRR больше, а следовательно, запас устойчивости к возможным ухудшениям условий реализации выше.

К достоинству метода IRR относится то, что он учитывает влияние всех факторов на пороговое значение эффективности проекта, когда NPV переходит из положительной зоны значений в отрицательную (убыточную).

Недостатки метода IRR следующие:

- он не отражает масштабность проекта;
- в отдельных случаях при выборе инвестиционного проекта среди ряда альтернативных выводов, сделанные на основе оценок по методам NPV и IRR, могут противоречить друг другу.

Противоречие методов NPV и IRR возникает, когда графики зависимости чистых текущих стоимостей проектов от ставки дисконтирования имеют пересечение в положительной зоне значения NPV. Рассмотрим указанный случай подробнее, используя графическое изображение. Пусть существуют два альтернативных проекта – А и Б. Графики зависимости чистой текущей стоимости проектов NPV^A и NPV^B от ставки дисконтирования представлены на рис. 4.3.

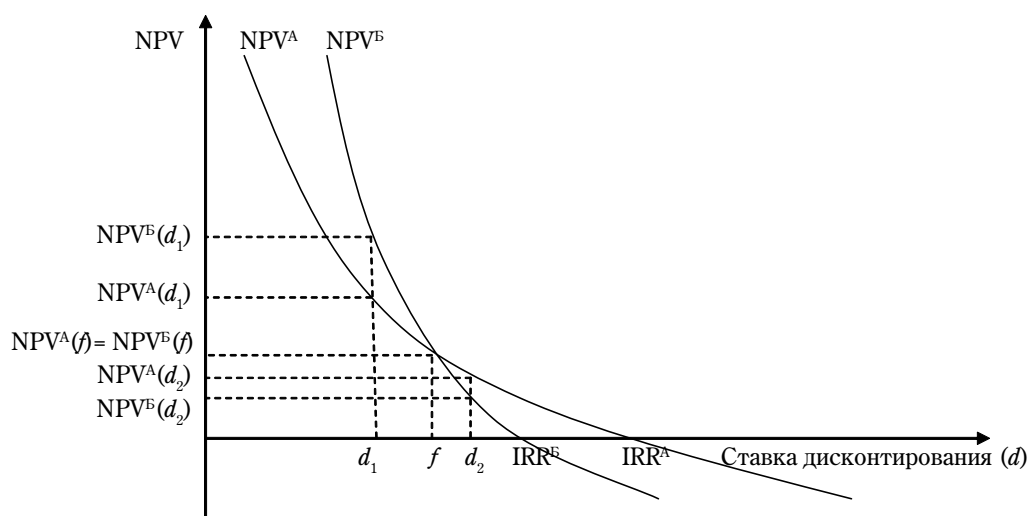


Рис. 4.3. Противоречие методов NPV и IRR

Проект А предпочтительнее проекта Б по критерию IRR, поскольку $IRR^A > IRR^B$.

При сравнении проектов по методу NPV результат будет зависеть от принятой ставки дисконтирования при оценке эффективности.

Так, если $d > f$ (например d_2), то проект А предпочтительнее проекта Б, поскольку $NPV^A(d_2) > NPV^B(d_2)$.

Если $d = f$, то проекты А и Б равноэффективны, поскольку $NPV^A(f) = NPV^B(f)$.

Если $d < f$ (например d_1), то проект Б предпочтительнее проекта А, поскольку $NPV^B(d_1) > NPV^A(d_1)$.

Таким образом, противоречие методов NPV и IRR возникает, если применяемая при оценке NPV ставка дисконтирования (d) меньше значения ставки дисконтирования (f), при которой значения чистой текущей стоимости проектов равны. Ставка дисконтирования (f) называется *точкой Фишера*.

В ситуации, когда наблюдается противоречие методов NPV и IRR, выбор проекта осуществляется на основе критерия NPV. В рассмотренном примере, если $d > f$, предпочтительнее проект А; если $d < f$, предпочтительнее проект Б; если $d = f$, то можно выбрать проект А, используя критерий IRR как дополнительный.

Индекс рентабельности (доходности) – PI (Profitability index) – также применяется при анализе эффективности инвестиций. Метод расчета индекса рентабельности является как бы продолжением метода расчета чистого приведенного дохода – NPV. Показатель PI в отличие от NPV является относительной величиной, представляет собой отношение приведенной стоимости доходов (денежных притоков) от проекта к приведенной стоимости вложений в проект (денежных оттоков). Данный показатель рассчитывается по формуле:

$$PI = \frac{\sum_{t=0}^N \frac{P_t}{(1+d)^t}}{\sum_{t=0}^N \frac{I_t}{(1+d)^t}}.$$

Таким образом, PI показывает отдачу проекта на один вложенный рубль.

Критерием оценки эффективности инвестиционного проекта по методу индекса рентабельности, является сравнение значения PI проекта с единицей.

Если показатель PI = 1, то это означает, что доходность инвестиций точно соответствует нормативу рентабельности, заложенному в ставке дисконтирования (d). Отдача от проекта равна вложениям. Если проект нормальный, в этом случае его NPV = 0.

При PI < 1 инвестиции нерентабельны, так как не обеспечивают норматив, заложенный в ставке дисконтирования. Если проект нормальный (денежные потоки проекта меняют свой знак только один раз – с отрицательного на положительный), то его NPV < 0.

При PI > 1 инвестиции рентабельны, так как отдача от проекта превышает вложения. Если проект нормальный, то его NPV > 0.

Критерием выбора инвестиционного проекта среди ряда альтернативных, на основе метода индекса рентабельности, является максимальное значение PI. Предпочтение отдается тому проекту, значение PI которого больше остальных.

Для любого нормального проекта и для большинства прочих методы чистой приведенной стоимости и показателя прибыльности заставляют принимать одинаковые решения относительно рассматриваемого инвестиционного проекта (т.е. либо принять, либо отвергнуть проект). Однако методу чистой приведенной стоимости нередко отдают предпочтение перед методом показателя индекса рентабельности. Причина заключается в том, что приведенная стоимость не только указывает, принимать или нет соответствующий проект, но и выражает абсолютный экономический (денежный) вклад данного проекта в благосостояние акционеров. Что же касается показателя индекса рентабельности, то он отражает лишь относительную прибыльность.

Дисконтированный срок окупаемости – DPP (Discount payback period method) – это период времени, за который дисконтированная сумма инвестиционных расходов будет компенсирована дисконтированной суммой доходов от инвестиций. Другими словами, это период, начиная с которого инвестиционные и другие затраты, связанные с реализацией проекта, покрываются суммарными результатами его осуществления. Если не учитывать фактор времени, т.е. когда равные суммы дохода, получаемые в разное время, рассчитываются как равноценные, то аналогичным показателем будет *срок окупаемости* – PP.

Срок окупаемости можно определить из уравнения:

$$\sum_{t=0}^{PP} (P_t - I_t) = 0.$$

Аналогично, дисконтированный срок окупаемости определяется из уравнения:

$$\sum_{t=0}^{DPP} \frac{(P_t - I_t)}{(1+d)^t} = 0.$$

Уравнения для расчета сроков окупаемости кажутся сложными, но их легко применять. Оба показателя – PP и DPP – рассчитываются по единому алгоритму, только в первом случае для анализа используются абсолютные значения доходов и инвестиций, а во втором – их приведенные величины.

Для расчета DPP можно использовать формулу накопления суммы приведенного чистого дохода за ряд интервалов времени. Приблизенно с точностью до величины интервала времени разбиения (t), DPP определяется как количество интервалов $t = \text{«Т окупаемости»}$, за которые накопленная сумма дисконтированного чистого дохода примет положительное значение.

Для примера в табл. 4.1 дисконтированный срок окупаемости наступил при $t = 4$, так как, начиная с 4-го интервала, $NPV_t > 0$. Фактически «Т окупаемости» указывает на интервал времени, в котором все суммированные дисконтированные инвестиционные и другие затраты компенсированы суммой дисконтированных доходов.

Однако, если продолжительность интервала достаточно велика, например год, то в этом случае дисконтированный срок окупаемости равен («Т окупаемости» – 1) плюс часть интервала «Т окупаемости», которая ушла на компенсацию отрицательного остатка чистого потока в интервале («Т окупаемости» – 1). Таким образом, точный дисконтированный срок окупаемости можно рассчитать по формуле:

$$DPP = (t_{ок} - 1) + \frac{|NPV_{t_{ок}-1}|}{PD_{t_{ок}}},$$

где $t_{ок}$ – номер интервала, в котором накапливаемая сумма чистой приведенной стоимости (NPV_t) стала положительной;

$PD_{t_{ок}}$ – дисконтированный чистый доход в период срока окупаемости ($t_{ок}$).

Рассмотрим методику точного расчета дисконтированного срока окупаемости на нашем примере. На окупаемость проекта ушло три полных интервала времени ($t_{ок} - 1$) = 3. В третьем интервале остался некомпенсированным суммированный дисконтированный поток $NPV_3 = (-485)$ (строка 4 для $t = 3$). В следующем, четвертом интервале получена дисконтированная сумма чистого дохода $PD_4 = 683$ (строка 3 для $t_{ок} = 4$). Следовательно, на компенсацию NPV_3 потребуется часть 4-го интервала, равная (модуль NPV_3 / PD_4). Для нашего примера это $485/683 = 0,71$. Таким образом, срок окупаемости составил 4,71 года, если $t = 1$ году.

Универсального критерия оценки эффективности инвестиционного проекта по срокам окупаемости не существует, в каждом конкретном случае он зависит от целей инвесторов, а также их собственного неприятия риска.

Критерием выбора инвестиционного проекта среди ряда альтернативных, на основе сроков окупаемости, является максимальное значение DPP (PP). Предпочтение отдается тому проекту, значение DPP (PP) которого больше остальных.

Основной недостаток показателей срока окупаемости как меры эффективности инвестиций заключается в том, что они не учитывают весь период функционирования инвестиций и, следовательно, на них не влияет вся та отдача, которая лежит за пределами этих сроков окупаемости. Поэтому показатели срока окупаемости не должны служить критерием выбора, и могут использоваться лишь в виде ограничения при принятии решения. То есть если срок окупаемости проекта больше, чем принятые ограничения, то он исключается из списка возможных инвестиционных проектов.

4.3. Анализ влияния инфляции на эффективность инвестиционного проекта

Реализация инвестиционного проекта предполагается в течение длительного промежутка времени, измеряемого годами. В силу этого невозможно игнорировать фактор инфляции при разработке ТЭО инвестиционного проекта и его оценке. При планировании доходов и расходов проекта в каждом периоде времени учитывается изменение цен на товарных рынках и рынках услуг.

Учет инфляции снижает результаты анализа эффективности долгосрочных инвестиций. Основная причина заключается в том, что инфляция оказывает влияние не на основной капитал (амортизационные отчисления рассчитываются исходя из первоначальной стоимости объекта, а не его стоимости при замене), а на доходы и оборотный капитал. В результате при росте дохода одновременно с ростом инфляции увеличивается налогооблагаемая база, так как амортизационные отчисления, выступая сдерживающим фактором, остаются постоянными, поэтому реальные денежные потоки отстают от инфляции.

Рассмотрим конкретный пример.

Инвестор вложил капитал в проект, рассчитанный на 4 года, уровень инфляции – 8% в год и уровень налогообложения – 40%. Денежные потоки растут вместе с инфляцией теми же темпами. Размер инвестированного капитала – 20 тыс. руб. Амортизация составляет 5 тыс. руб. ежегодно (25%). Ежегодная выручка от реализации проекта ожидается в размере 15 тыс. руб. Текущие расходы составят 7 тыс. руб. ежегодно. Необходимо рассчитать чистые денежные потоки по данному проекту, игнорируя фактор инфляции и беря его во внимание.

Для начала следует сформировать денежные потоки без учета влияния инфляции (табл. 4.3).

Таблица 4.3

Формирование денежного потока по годам (без учета инфляции), руб.

Год	Выручка	Текущие затраты	Амортизация	Валовая прибыль (гр. 2 – гр. 3 – гр. 4)	Налоги (гр. 5 × 0,4)	Чистая прибыль (гр. 5 – гр. 6)	Денежный поток после налогообложения (гр. 7 + гр. 4)
1	2	3	4	5	6	7	8
1-й	15000	7000	5000	8000	3200	4800	9800
2-й	15000	7000	5000	8000	3200	4800	9800
3-й	15000	7000	5000	8000	3200	4800	9800
4-й	15000	7000	5000	8000	3200	4800	9800

Сравним результаты полученных расчетов с результатами, в которых учтено влияние инфляционного фактора (табл. 4.4).

Таблица 4.4

Формирование денежного потока по годам (с учетом инфляции), руб.

Год	Выручка	Текущие затраты	Амортизация	Валовая прибыль (гр. 2 – гр. 3 – гр. 4)	Налоги (гр. 5 × 0,4)	Чистая прибыль (гр. 5 – гр. 6)	Денежный поток после налогообложения (гр. 7 + гр. 4)
1	2	3	4	5	6	7	8
1-й	$15000 \times 1,08 = 16200$	$7000 \times 1,08 = 7560$	5000	3640	1456	2184	7184
2-й	$15000 \times 1,08^2 = 17496$	$7000 \times 1,08^2 = 8164,8$	5000	4331,2	1732,5	2598,7	7598,7
3-й	$15000 \times 1,08^3 = 18895,7$	$7000 \times 1,08^3 = 8817,9$	5000	5077,8	2031,1	3046,7	8046,7
4-й	$15000 \times 1,08^4 = 20407,3$	$7000 \times 1,08^4 = 9523,4$	5000	5883,9	2353,6	3530,3	8530,3

Для того чтобы найти реальную величину денежных потоков, их необходимо скорректировать на дефлятор (табл. 4.5).

Таблица 4.5

Формирование реального денежного потока по годам

Год	Реальный денежный поток, тыс. руб.
1-й	$7184 / 1,08 = 6651,8$
2-й	$7598,7 / 1,082 = 6514,66$
3-й	$8046,7 / 1,083 = 6386,27$
4-й	$8530,3 / 1,084 = 6272,28$

Очевидно, что реальные денежные потоки после налогообложения значительно уступают номинальным потокам и устойчиво уменьшаются с течением времени. Причина в том, что амортизационные отчисления не изменяются в зависимости от инфляции и поэтому все возрастающая часть прибыли становится объектом налогообложения.

Если в инвестиционном проекте используются реальные денежные потоки, очищенные от инфляции, для анализа эффективности данного проекта необходимо применять величину реальной ставки дисконтирования. Связь реальной и номинальной ставок дисконтирования была рассмотрена в предыдущей теме.

Если, для рассматриваемого примера, номинальная ставка дисконтирования составляет 15%, тогда реальная ставка дисконтирования (r) рассчитывается из уравнения: $r + r \times 0,08 = 0,15$, откуда r равна 13,9%.

4.4. Бюджетная эффективность инвестиционных проектов

Показатели бюджетной эффективности отражают влияние результатов осуществления проекта на доходы и расходы соответствующего (федерального, регионального или местного) бюджета.

Бюджетный эффект (B_t) для временного интервала t осуществления проекта определяется как сальдо доходов соответствующего бюджета (D_t) и расходов (P_t) в связи с осуществлением данного проекта:

$$B_t = D_t - P_t.$$

В основе расчетов показателей бюджетной эффективности инвестиционного проекта лежит поток денежных поступлений в бюджет и выплат из бюджета. Этот поток является составной частью общего денежного потока.

Поэтому, в случае необходимости расчетов бюджетного эффекта от реализации проекта, надо предусмотреть выделение в денежных потоках отдельными строками расходов и доходов бюджета. Мало того, в случае расчетов эффективности проекта для бюджетов территории (область, муниципалитет) детализация потоков доходов и расходов должна отражать особенности их формирования для каждого бюджета. Детализация потоков может быть выполнена или внутри общего потока платежей, или в специальных таблицах детализации.

Отметим отличия в формировании сальдо доходов и расходов бюджета в сравнении с формированием сальдо коммерческих доходов и расходов:

- при формировании сальдо доходов бюджета со знаком минус берутся все выплаты из бюджета и НДС, который в проекте не поступает в бюджет, так как он перечисляется поставщикам основных фондов и оборотных средств как часть их стоимости;
- со знаком плюс учитываются все поступления в бюджет, в том числе и возврат сумм, выделенных из бюджета;
- в коммерческом денежном потоке доходы и расходы бюджета отражаются со знаками, обратными в сравнении с денежным потоком для расчетов бюджетного эффекта;
- в сальдо коммерческих доходов и расходов не учитываются суммы, выделенные из бюджета и их возврат в бюджет. Здесь учитываются только расходы, связанные с обслуживанием бюджетных средств (проценты за бюджетный кредит, дивиденды по акциям, являющимся собственностью государства (региона) и т.п.).

В силу того, что результаты реализации проекта по-разному влияют на доходы федерального и территориального (местного) бюджетов, при наличии финансирования из нескольких бюджетов необходимо рассматривать бюджетный эффект отдельного для каждого из них.

При рассмотрении бюджетной эффективности следует указать, в каких разделах общего потока платежей (специализированных денежных потоках) отражаются расходы и доходы бюджета.

В составе денежного потока по операционной деятельности учитываются следующие расходы бюджета:

- прямые бюджетные ассигнования на надбавки к рыночным ценам на топливо и энергоносители;
- налог на добавленную стоимость в приобретаемых материалах, энергоносителях, материалах и т.п.

В составе денежного потока инвестиционных операций учитываются следующие расходы бюджета:

- выплаты пособий для лиц, остающихся без работы в связи с осуществлением проекта;
- налог на добавленную стоимость в приобретаемом оборудовании, других основных фондах, строительно-монтажных работах и т.п.

В составе денежного потока финансовых операций учитываются следующие расходы бюджета:

- выплаты из бюджета по государственным ценным бумагам;
- государственные, региональные гарантии инвестиционных рисков иностранным и отечественным участникам;
- средства, выделяемые для прямого бюджетного финансирования проекта;
- кредиты, выделяемые в качестве заемных средств, подлежащих компенсации за счет бюджета.

Фактически в финансовых операциях указываются источники финансирования проекта.

Особенностью учета расходов бюджета является необходимость направлений их целевого использования в проекте. Таким образом, в пояснительной записке к расчетам надо указать на прямую связь финансовых операций с операционной и инвестиционной составляющими общего денежного потока.

В составе денежного потока операционной деятельности учитываются следующие доходы бюджета:

- налог на добавленную стоимость и все иные налоговые поступления (с учетом льгот) и рентные платежи в бюджет с российских и иностранных предприятий и фирм-участников в части, относящейся к операционной части проекта;
- поступающие в бюджет таможенные пошлины и акцизы по продуктам (ресурсам), производимым (затрачиваемым) в соответствии с проектом;
- поступления в бюджет подоходного налога с заработной платы работников, начисленной за выполнение работ, предусмотренных проектом;
- поступления в бюджет платы за пользование землей, водой и другими природными ресурсами, платы за недра, лицензии на право ведения геологоразведочных работ и т.п. в части, зависящей от осуществления проекта;
- штрафы и санкции, связанные с проектом, за нерациональное использование материальных, топливно-энергетических и природных ресурсов;
- к доходам бюджета приравниваются также поступления во внебюджетные фонды.

В составе денежного потока инвестиционных операций учитываются следующие доходы бюджета:

- налог на добавленную стоимость и все иные налоговые поступления (с учетом льгот) и рентные платежи в бюджет с российских и иностранных предприятий и фирм-участников в части, относящейся к инвестиционной части проекта;
- эмиссионный доход от выпуска ценных бумаг под осуществление проекта;
- доходы от лицензирования, конкурсов и тендеров на разведку, строительство и эксплуатацию объектов, предусмотренных проектом.

В составе денежного потока финансовых операций учитываются следующие доходы бюджета:

- дивиденды по принадлежащим государству, региону акциям и другим ценным бумагам, выпущенным с целью финансирования проекта;
- погашение льготных кредитов на проект, выделенных за счет средств бюджета, и обслуживание этих кредитов.

При планировании денежного потока инвестиционного проекта необходимо учитывать косвенные результаты реализации инвестиционного проекта.

К косвенным результатам следует относить последствия реализации проекта, оказывающие влияние на окружающую внешнюю среду, – экономические, социальные, экологические и др. Например, в состав доходов (расходов) бюджета надо включать со знаком «плюс» – увеличение (со знаком «минус» – уменьшение) налоговых поступлений от сторонних предприятий, обусловленное влиянием реализации проекта на их финансовое положение. Так как этот источник доходов (расходов) бюджета не отражается в явном виде в инвестиционном проекте, то он должен быть обоснован в отдельном приложении к проекту и со ссылкой на это приложение показан в расчете бюджетной эффективности проекта.

Или, например, следует учитывать средства, выделяемые из бюджета для компенсации возможного ущерба для других организаций от реализации проекта. Например, необходимость модернизации производства других организаций при бюджетной поддержке из-за появления на рынке новых экологически безопасных технологий как результат инвестиционного проекта. Эти средства не могут включаться непосредственно в размер инвестиций, а подлежат финансированию и учету в исполнительских сметах фактических расходов по осуществлению проекта. Однако при расчете бюджетной эффективности их надо показывать как часть расходов бюджета.

Для оценки бюджетной эффективности инвестиционного проекта используются дисконтные методики, для применения которых первоначально необходимо определить ставку дисконтирования.

Бюджетные инвесторы учитывают ряд специальных результатов от своей инвестиционной деятельности, которые отличаются от интересов коммерческих инвесторов. Поэтому при расчете бюджетной эффективности следует использовать базовую ставку дисконтирования, методика расчетов которой определяется бюджетным инвестором в нормативных документах.

Рассмотрим особенности бюджетной методики расчетов базовой ставки дисконтирования и коэффициентов дисконтирования.

Базовая ставка дисконтирования определяется по формуле:

$$d = \frac{1 + r/100}{1 + i/100} - 1,$$

где r – ставка рефинансирования, установленная Банком России, %;

i – объявленный Правительством РФ ожидаемый темп инфляции на текущий год, %.

В табл. 4.6 показана зависимость величины базовой ставки дисконтирования от величины ставки рефинансирования Банка России и темпа инфляции.

Таблица 4.6

Величина базовой ставки дисконтирования				
Темп инфляции, %	Ставка рефинансирования, %			
	10	20	30	40
10	0	0,090909	0,181818	0,272727
20		0	0,083333	0,166667
30			0	0,076923
40				0

Общие свойства базовой ставки дисконтирования (определяются на основе анализа формулы и по данным табл. 4.6):

- при равенстве между собой ставки рефинансирования и темпа инфляции ставка дисконтирования равна нулю;
- ставка дисконтирования увеличивается с ростом превышения ставки рефинансирования над темпом инфляции.

Одним из требований к расчетам является следующее. Для начального этапа реализации проекта (1–2 года) потоки платежей и результирующие показатели эффективности (в том числе бюджетной эффективности) надо рассчитывать с месячной (или квартальной) детализацией временных интервалов. В этом случае предварительно рассчитываются эквивалентные месячные (квартальные) значения ставки рефинансирования и темпа инфляции на основе методики расчета сложных процентов. Коэффициенты дисконтирования для месяцев (кварталов) рассчитываются уже с использованием эквивалентных ставок и номеров временных интервалов (t) соответствующих месяцам (кварталам).

Коэффициент дисконтирования без учета риска определяется по формуле:

$$КД_{d,t} = \frac{1}{(1 + d)^{t-1}}.$$

При разработке проекта необходимо учитывать влияние рисков на его реализацию. В нормативных документах при расчетах бюджетной эффективности руководствуются заданными поправками на риск проекта (табл. 4.7).

Таблица 4.7

Поправки на риск инвестиционного проекта

Риск	Пример цели проекта	p , %
Низкий	Вложения при интенсификации производства на базе освоенной техники	3–5
Средний	Увеличение объема продаж существующей продукции	8–10
Высокий	Производство и продвижение на рынок нового продукта	13–15
Очень высокий	Вложения в исследования и инновации	18–20

Конкретное значение величины риска в пределах каждого интервала определяется с учетом особенностей проекта.

Коэффициент дисконтирования ($КДР_{d,t}$), учитывающий риск при реализации проектов, определяется по формуле:

$$КДР_{d,t} = \frac{1}{(1 + d)^{t-1} + p/100},$$

где p – поправка на риски инвестиционного проекта (%).

Особенностью учета премии за риск (по приведенной выше формуле) является следующее. На премию за риск не влияет показатель степени (t), поэтому эта премия влияет на дисконтирование в равной степени для всех интервалов планирования.

Бюджетная эффективность инвестиционных проектов оценивается по показателям срока окупаемости и дисконтированного бюджетного эффекта (чистого дисконтированного дохода государства (региона)) как без учета рисков, так и с их учетом.

Чистый дисконтированный доход государства без учета рисков (ЧДДБ) определяется суммой дисконтированных годовых сальдо поступлений и выплат в бюджет (бюджетного эффекта в интервале времени t):

$$\text{ЧДДБ} = \sum_{t=1}^T B_t \times \text{КД}_{d,t},$$

где T – суммарная продолжительность жизненного цикла проекта, включая строительство объекта и эксплуатацию основного технологического оборудования;

B_t – бюджетный эффект в интервале времени t ;

t – номер года (месяца или квартала) реализации проекта ($t = 1, 2, 3, \dots$);

$\text{КД}_{d,t}$ – коэффициент дисконтирования для года t без учета рисков.

Чистый дисконтированный доход государства с учетом рисков (ЧДДБР) определяется по формуле:

$$\text{ЧДДБР} = \sum_{t=1}^T B_t \times \text{КДР}_{d,t}.$$

Таблица 4.8

Бюджетный эффект от реализации проекта без учета рисков (тыс. руб.)

Алгоритм	Строка	Наименование статьи	Год (t)			
			1-й	2-й	3-й	4-й
стр. 2 + стр. 3	1	Выплаты из бюджета, всего	7300	1200	1400	1600
	2	В том числе: предполагаемая государственная поддержка	3000			
стр. 4 + стр. 5	3	НДС в покупаемых средствах и фондах, всего	4300	1200	1400	1600
	4	В том числе: НДС в покупаемых комплектующих, запчастях, материалах, энергоресурсах и т.п. (из денежного потока от операционной деятельности)	700	1200	1400	1600
	5	НДС в покупаемых основных фондах, оборудовании, строительно-монтажных и пуско-наладочных работах, нематериальных активах и т.п. (из денежного потока от инвестиционной деятельности)	3600	0	0	0
стр. 7 + + стр. 12	6	Поступление средств, всего	1073	7893	11603	9408
	7	В том числе: налоги и платежи в бюджет (без учета НДС и единого социального налога)	309	2417	2821	3123
	8	НДС в реализации продукции и других активов	300	4000	4100	5100
	9	единый социальный налог на зарплату	347	655	809	886
	10	подходный налог из зарплаты (13%)	117	221	273	299
	11	возврат процентов (дивидендов и т.п.) по государственным кредитам (ценным бумагам)		600	600	
	12	возврат основного долга государству			3000	
стр. 6 – стр. 1	13	Бюджетный доход (убыток) (тыс. руб.) = Сальдо потока поступлений и выплат	-6227	6693	10203	7808
Табл. 4.10, стр. 4	14	Коэффициент дисконтирования (без учета рисков)	1,0000	0,952	0,8867	0,8101
стр. 13 × стр. 14	15	Дисконтированное сальдо (бюджетный доход) (тыс. руб.)	-6227	6372	9047	6325
Сумма (стр. 16)	16	Чистый дисконтированный бюджетный доход нарастающим итогом (без учета рисков)	-6227	145	9192	15517
	17	Срок окупаемости бюджетных расходов, год	1,9			
	18	Внутренняя норма доходности, %	72,2			

Срок окупаемости представляет собой период времени с начала реализации проекта по данному бизнес-плану до момента, когда разность между накопленной суммой доходов и расходов бюджета приобретает положительное значение.

Срок бюджетной окупаемости проекта ($T_{ок}$) равен количеству интервалов времени, в течение которых чистый дисконтированный доход бюджета нарастающим итогом станет нулевым. Например, смотрите строку 17 в табл. 4.8 и строку 5 в табл. 4.9. Срок бюджетной окупаемости проекта ($T_{ок}$) находится из уравнения:

$$\sum_{t=1}^{T_{ок}} B_t \times КД_{d,t} = 0.$$

Рассмотрим пример расчета показателей бюджетной эффективности проекта. В табл. 4.8 показан пример расчета чистого дисконтированного дохода бюджета без учета рисков. Срок окупаемости приблизительно равен полным 2 годам ($T_{ок} = 2$). Часть второго года, включаемая в срок окупаемости, рассчитывается делением стр. 16 за период ($T_{ок} - 1$) на дисконтированное сальдо за интервал $T_{ок} = 2$ (стр. 15): $6227/6372 = 0,9$ года.

В табл. 4.9 выполнен расчет бюджетной эффективности с учетом рисков проекта.

В табл. 4.10 показан расчет коэффициентов дисконтирования без учета и с учетом рисков. Надо учесть, что в примере темпы инфляции и ставки дисконтирования имеют разные значения для каждого года.

Таблица 4.9

Бюджетный эффект от реализации проекта с учетом рисков (тыс. руб.)

Алгоритм	Строка	Наименование статьи	Год (t)			
			1-й	2-й	3-й	4-й
Табл. 4.10, стр. 5	1	Коэффициенты дисконтирования с учетом рисков	0,885	0,8472	0,7951	0,7329
Табл. 4.8, стр. 13	2	Бюджетный доход (убыток) = Сальдо потока	-6227	6693	10203	7808
стр. 1 × стр. 2	3	Чистый дисконтированный бюджетный доход (с учетом рисков)	-5511	5670	8112	5723
Сумма (стр. 4)	4	Чистый дисконтированный бюджетный доход нарастающим итогом (с учетом рисков)	-5511	159	8272	13994
	5	Срок окупаемости бюджетных расходов, год	1,9			
	6	Внутренняя норма доходности, %	73,6			

Таблица 4.10

Расчет коэффициентов дисконтирования

Строка	Расчет коэффициентов дисконтирования	Год (t)			
		1-й	2-й	3-й	4-й
1	r – ставка рефинансирования, установленная ЦБ, %	33	25	20	18
2	i – ожидаемый темп инфляции на текущий год, %	25	19	13	10
3	p – поправка на риск, %	13	13	13	13
4	Коэффициент дисконтирования без учета рисков	1,0000	1,0504	1,1277	1,2344
5	Коэффициент дисконтирования с учетом рисков	1,1300	1,1804	1,2577	1,3644

4.5. Анализ чувствительности инвестиционных проектов

При проведении развернутого анализа любого сложного процесса, к которому надо отнести и инвестиционный проект, необходимо руководствоваться принципами системного подхода, который позволяет определить наиболее эффективный путь для решения поставленных задач.

Основными принципами системного подхода в анализе являются:

- определение цели проводимого анализа;
- выбор набора критериев – показателей эффективности проекта, определение в нем ведущего (главного). Ведущий критерий позволяет оценивать проект в целом, остальные показатели эффективности дают детализированную оценку отдельных аспектов реализации проекта;
- выбор управляющих показателей, изменение значений которых влияет на эффективность анализируемого проекта. Желательно провести классификацию выбранных показателей по способам воздействия на реализацию проекта, по степени влияния на их изменения со стороны исполнителей проекта (управляемые факторы) и со стороны внешних факторов, неуправляемых исполнителями проекта;

- определение этапов проведения анализа и методики варьирования значениями управляющих показателей. Здесь надо определить способы задания диапазона и шага изменения значений показателей, представить их в абсолютных и относительных значениях, позволяющих выполнять сравнительную оценку степени влияния на критерии эффективности проекта;
- определение форм представления результатов расчетов (виды таблиц и диаграмм), позволяющих быстро и достоверно оценивать варианты расчетов;
- организация выполнения многовариантных расчетов;
- определение методики сравнительной оценки вариантов решений и получения заключений для принятия решения по инвестиционному проекту.

Можно отметить два ведущих подхода к проведению анализа. Первый – традиционный финансовый анализ инвестиционного проекта. В его основе лежит выполнение расчета системы показателей эффективности, широко применяемых при анализе финансового состояния предприятия по данным бухгалтерской отчетности. Его особенностью является следующее: все показатели рассчитываются для одного варианта инвестиционного проекта.

Второй подход нацелен на анализ чувствительности инвестиционного проекта. Целью такого анализа является оценка влияния изменения ряда технико-экономических факторов проекта на значения системы показателей эффективности инвестиционного проекта. Выбор факторов осуществляется на основе анализа рисков инвестиционного проекта.

Таким образом, определяется уровень инвестиционного левериджа проекта. В буквальном смысле леверидж означает действие небольшой силы (рычага), при помощи которой можно переместить довольно тяжелые предметы.

Леверидж в экономике трактуется как некоторый фактор, небольшое изменение которого может привести к существенному изменению ряда результативных показателей.

В основе анализа чувствительности лежит проведение многовариантных расчетов.

При относительном анализе чувствительности сравнивается относительное влияние исходных управляющих показателей на эффективность проекта. При этом изменяются их значения на фиксированную величину, например 10% от базового варианта значений. Этот анализ позволяет определить наиболее существенные значения управляющих показателей для проекта. Их изменение должно контролироваться в первую очередь.

При абсолютном анализе чувствительности определяется численное отклонение показателей эффективности при изменении управляющих показателей. Значения таких показателей, при которых показатели эффективности приобретают нулевые значения, позволяют определить барьерные (или предельные) значения. Примером может служить определение внутренней нормы доходности для ставки дисконтирования.

В качестве интегральных показателей, характеризующих финансовый результат проекта, используются рассмотренные ранее дисконтированные критерии денежного потока, такие как:

- внутренняя норма доходности (внутренний коэффициент рентабельности) (IRR);
- сроки окупаемости проекта (PP, DPP);
- чистый приведенный доход (NPV);
- индекс доходности (рентабельности) (PI).

Управляющие показатели, варьируемые в процессе анализа чувствительности, можно разделить на следующие основные группы:

- 1) показатели прямого действия, непосредственно влияющие на:
 - объем поступлений (увеличивающие или уменьшающие);
 - объем затрат (увеличивающие или уменьшающие);
- 2) показатели косвенного действия;
- 3) показатели, которые нельзя изменить с помощью управленческих решений (влияние внешней среды).

Не всегда может быть установлена прямая связь между варьируемыми параметрами, следует учитывать косвенное влияние изменения значений каждого параметра на другие. Поэтому, прежде чем приступить к анализу чувствительности, необходимо разработать план анализа, определив по отношению к каждому варьируемому параметру перечень действий и условий, при выполнении которых может быть достигнуто желаемое значение параметра, а также последствий, к которым может привести его изменение.

В табл. 4.11 отражены типовые ситуации выбора варьируемых параметров, действий и последствий их изменений. Не следует принимать этот пример как догму, так как в каждом конкретном проекте взаимодействие различных факторов уникально.

Типовые ситуации выбора варьируемых параметров

Варьируемый параметр (фактор)	Действия, обеспечивающие изменение фактора	Последствия изменения фактора
1	2	3
1. Увеличение физического объема продаж	<ol style="list-style-type: none"> 1. Снижение цены 2. Усиленная реклама 3. Развитие дистрибьюторской сети 4. Стимулирование спроса 5. Повышение качества продукции 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Увеличение относительного объема продаж в денежном выражении 2. Дополнительные затраты на рекламу 3. Затраты на открытие новых сбытовых агентств 4. Потери на скидках и прочих льготах для потребителей 5. Дополнительные затраты на НИОКР и производство
2. Повышение цены на продукцию	<ol style="list-style-type: none"> 1. Сокращение физического объема продаж 2. Усиление маркетинга 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Повышение поступлений от продажи единицы продукции 2. Дополнительные затраты на маркетинг
3. Сокращение прямых (переменных) производственных издержек	<ol style="list-style-type: none"> 1. Закупка более дешевых материалов 2. Снижение материалоемкости конструкции поиск новых альтернативных материалов 3. Создание больших производственных запасов материалов и комплектующих по «старым» ценам 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Сокращение объема сбыта продукции вследствие снижения качества 2. Дополнительные затраты на НИОКР 3. Рост общих (постоянных) издержек вследствие выплат процентов по кредитам, использованным на приобретение материалов и комплектующих в запас
4. Сокращение общих (постоянных) издержек	<ol style="list-style-type: none"> 1. Сокращение затрат на маркетинг 2. Сокращение затрат на заработную плату 3. Сокращение затрат на потребление энергоресурсов 4. Сокращение затрат на транспортные услуги 5. Сокращение затрат на аренду помещений 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Снижение объемов сбыта 2. Снижение квалификации персонала и, как следствие, ухудшение качества продукции 3. Затраты на приобретение нового, менее энергоемкого технологического оборудования 4. Приобретение собственного транспорта 5. Строительство собственного здания
5. Увеличение инвестиций	<ol style="list-style-type: none"> 1. Приобретение нового технологического оборудования 2. Приобретение лицензии на производство нового продукта 3. Приобретение нового здания цеха 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Сокращение текущих производственных затрат в связи с более высокой производительностью и уровнем автоматизации технологического оборудования 2. Увеличение объема сбыта продукции вследствие более высокого качества 3. Сокращение текущих постоянных затрат вследствие исключения арендных платежей
6. Продолжительность производственного цикла	<ol style="list-style-type: none"> 1. Приобретение более производительного технологического оборудования 2. Увеличение загрузки оборудования посредством изменения режима работы (увеличение сменности) 3. Разработка новой, более технологичной конструкции продукта 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Увеличение инвестиционных затрат 2. Увеличение затрат на заработную плату и обслуживание оборудования 3. Затраты на проведение НИОКР и подготовку производства
7. Продолжительность сбыта продукции на рынке	<ol style="list-style-type: none"> 1. Развитие дистрибьюторской сети 2. Рекламная кампания 3. Стимулирование спроса посредством льготных условий сбыта 4. Модернизация дизайна и упаковки 5. Улучшение потребительских свойств продукта по сравнению с продукцией конкурентов 6. Снижение цены 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Затраты на рекламную кампанию 2. Снижение объема сбыта в денежном выражении в связи с дополнительными затратами на скидки 3. Затраты на проведение дизайнерских работ 4. Затраты на НИОКР 5. Сокращение относительного объема продаж в денежном выражении
8. Время задержки платежей за реализованную продукцию	<ol style="list-style-type: none"> 1. Отгрузка только после предоплаты. 2. Освоение новых рынков с более развитой системой платежей (например экспорт в Западную Европу) 3. Ориентация только на гарантированно платежеспособных клиентов 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Сокращение объема продаж вследствие снижения спроса 2. Затраты на маркетинг в Западной Европе 3. Сокращение объема продаж вследствие ограничений на выбор потребителя
9. Колебания спроса на продукцию	<ol style="list-style-type: none"> 1. Создание страхового запаса готовой продукции на складе 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Дополнительные производственные затраты

1	2	3
10. Нестабильность поставок материалов и комплектующих изделий	1. Создание страхового запаса материалов и комплектующих изделий	1. Дополнительные затраты на создание страхового запаса 2. Дополнительные затраты на строительство или аренду складских помещений, а также их обслуживание
11. Периодичность и объемы формирования текущих производственных запасов	1. Приобретение материалов и комплектующих в запас на определенный производственный период	1. Значительная единовременная потребность в капитале и, как следствие, необходимость привлечения дополнительных финансовых ресурсов, например, кредитов 2. Снижение себестоимости продукции за счет низкой стоимости материалов и комплектующих
12. Увеличение доли заемного капитала по отношению к собственному	1. Привлечение банковских кредитов	1. Увеличение текущих общих затрат вследствие увеличения выплат процентов по кредитам 2. Увеличение уровня дохода на акцию при снижении общей прибыльности проекта
13. Увеличение доли собственного капитала по отношению к заемному	1. Организация активной подписной кампании	1. Снижение уровня дохода на акцию при росте общей прибыльности проекта 2. Дополнительные затраты на привлечение акционеров

Можно выделить следующие этапы проведения анализа чувствительности проекта.

1-й этап. Разработка методики расчетов членов потока платежей и реализация этой методики на компьютере с помощью имеющейся или разработанной специально под инвестиционный проект системы программ. Проверка на контрольных примерах правильности выполнения расчетов для вновь созданных программ.

2-й этап. Подготовка всех необходимых для расчетов исходных данных (отчеты о фактической деятельности объекта, нормативные данные (ставки налогов, процентные ставки и т.п.), потребности рынка в продукции, условия обеспечения производства оборотными средствами и т.д.).

3-й этап. Выбор показателей эффективности, относительно которых проверяется чувствительность проекта на изменение параметров базового проекта. При этом один из них должен быть определен главным (ведущим), а остальные вспомогательными.

4-й этап. Выбор ключевых (управляющих) показателей модели, отклонение которых от базовых заметно отразится на величине показателей эффективности. Количество таких ключевых показателей должно быть сведено к минимуму. Чем больше количество ключевых показателей, тем сложнее определить их влияние на показатели эффективности.

5-й этап. Определение базового значения управляющих показателей и прогнозирование диапазонов изменения их значений. При этом в процессе многовариантных расчетов целесообразно определять их критические (предельно допустимые) значения.

6-й этап. Проведение многовариантных расчетов.

Организационно эти расчеты для каждого из выбранных управляющих показателей осуществляются в следующей последовательности.

Шаг А. Выбирается один из управляющих показателей для анализа чувствительности проекта к изменениям его значений. Значения остальных управляющих показателей задаются равными базовым.

Шаг Б. Проводится серия расчетов показателей эффективности проекта с изменением значений выбранного управляющего показателя в пределах выбранного диапазона допустимых значений с равным шагом изменения.

Шаг В. Представление полученных результатов в виде таблиц и диаграмм, наиболее полно отражающих чувствительность показателей эффективности на изменения анализируемого управляющего показателя.

Выбирается следующий управляющий показатель и выполняются расчеты по шагам А, Б, В.

7-й этап. Анализ результатов многовариантных расчетов и формулирование выводов.

Заключительный этап является обобщающим и поэтому наиболее сложным. Здесь можно ограничиться только некоторыми рекомендациями.

Прежде всего необходимо проранжировать все управляющие показатели в порядке снижения чувствительности показателей эффективности на их изменения. Например, на графике (рис. 4.4) показан анализ чувствительности NPV к трем факторам: А, В, С. Факторы А и В оказывают обратное влияние на показатель NPV, фактор С – прямое. Большой угол наклона к оси Х имеет прямая,

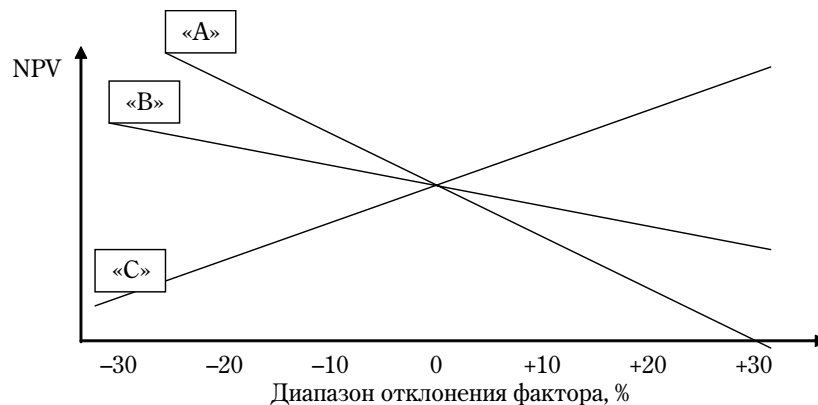


Рис. 4.4. Анализ чувствительности NPV к факторам А, В, С

характеризующая влияние фактора В, следовательно, этот фактор воздействует на проект в большей степени.

Далее необходимо разделить управляющие показатели в каждой группе по виду динамики влияния на показатели эффективности в различных участках диапазонов изменения значений. Могут быть выявлены следующие виды зависимости:

- линейная, когда во всем диапазоне степень влияния неизменна;
- нелинейная, когда в различных участках диапазона значений проявляется различная динамика изменения значений критериев.

После этого необходимо определить критические (пороговые, барьерные) значения управляющих показателей, изменяющие качественное значение критериальных показателей или степень их чувствительности. Например, прибыль становится нулевой, срок окупаемости инвестиций равен сроку функционирования предприятия и т.д.

На основе полученных критических значений разработать пессимистичный и оптимистичный варианты проекта.

Для управляющих показателей, к изменению которых показатели наиболее чувствительны, разработать систему допустимых нормативных (контрольных) значений. Подготовить заключение о целесообразности реализации базового варианта инвестиционного проекта с учетом всех обобщенных результатов, описанных выше для заключительного этапа системного анализа чувствительности инвестиционного проекта к изменениям управляющих показателей.

На основе полученных выводов можно построить варианты сценариев развития проекта. В их основе может лежать моделирование одновременного изменения нескольких управляющих показателей. В основу выбора сценариев целесообразно положить вероятность изменения значений показателей в выбранной группе для различных прогнозируемых вариантов развития событий.

Формулируется 3–5 сценариев.

Каждому сценарию должны соответствовать:

- набор значений управляющих показателей;
- рассчитанные значения показателей эффективности проекта;
- вероятность наступления развития проекта по данному сценарию. Вероятность определяется экспертным путем.

В результате можно определить средние значения показателей эффективности проекта с учетом вероятности реализации всех сценариев (табл. 4.12).

Таблица 4.12

Показатели эффективности для сценариев

Сценарий	Вероятность реализации по сценарию	Значение показателя эффективности 1		Значение показателя эффективности 2	
		по сценарию	с учетом вероятности	по сценарию	с учетом вероятности
Оптимистичный	0,1	100	10		
Нормальный	0,5	80	40		
Пессимистичный	0,4	50	20		
Всего	1	–	70		

На основе полученных значений показателей можно разработать пессимистичный и оптимистичный варианты инвестиционного проекта.

Контрольные вопросы

1. Что представляет собой инвестиционный проект и какие виды инвестиционных проектов существуют?
2. Каковы основные фазы жизненного цикла инвестиционного проекта?
4. Какие цели реализуются в процессе предварительного технико-экономического обоснования инвестиционного проекта?
5. Оценка каких факторов должна быть произведена на стадии предварительного технико-экономического обоснования инвестиционного проекта?
6. Каковы составные элементы функциональных исследований при проведении предварительного технико-экономического обоснования инвестиционного проекта?
7. Что содержит в себе оценочное заключение по инвестиционному проекту?
8. Какую роль играет комплексный анализ при отборе инвестиционных проектов и принятии инвестиционных решений?
9. В чем особенности бухгалтерских и дисконтированных методик оценки эффективности проекта?
10. Базовая ставка дисконтирования – общее понятие и методика расчетов.
11. Опишите методику расчета дисконтированного срока окупаемости проекта.
12. Раскройте экономическое содержание и свойства показателя NPV.
13. Проведите анализ влияния ставки дисконтирования на NPV.
14. Каковы критерии приемлемости инвестиционного проекта по показателю NPV?
15. Опишите экономическое содержание и свойства показателя IRR.
16. Каким образом осуществляется оценка эффективности инвестиционного проекта с использованием ставки дисконтирования и внутренней нормы доходности?
17. В каких случаях возникает противоречие методов NPV и IRR?
18. Опишите экономическое содержание и свойства показателя PI.
19. В каком случае принимается инвестиционный проект, если оценка осуществляется с помощью показателя PI?
20. Опишите экономическое содержание и метод расчета показателей срока окупаемости.
21. Какое влияние оказывает инфляция на результаты анализа эффективности инвестиций и почему?
22. Что такое бюджетный эффект?
23. Какие доходы (расходы) бюджета учитываются в операционных, инвестиционных и финансовых денежных потоках?
24. Что такое косвенные результаты реализации проекта и учет их влияния на бюджетную эффективность проекта?
25. Как рассчитывается базовая ставка дисконтирования для расчетов бюджетной эффективности проекта?
26. Как рассчитывается чистый дисконтированный доход государства?
27. Какова цель проведения анализа чувствительности в инвестиционных расчетах?
28. Каковы этапы проведения анализа чувствительности инвестиционного проекта?
29. Какие показатели могут выступать интегральными и управляющими?

Тема 5. МЕТОДЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ И КРЕДИТОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

5.1. Самофинансирование

Под *финансированием* понимается обеспечение необходимыми финансовыми ресурсами (деньгами) предприятий, организаций, а также различных экономических программ и видов экономической деятельности, строек и строящихся объектов.

Финансирование может осуществляться за счет следующих источников, подразделяемых на централизованные и нецентрализованные.

За счет *централизованных источников* финансируются объекты, предусмотренные государственным планом-заданием. На эти цели используются бюджетные ассигнования. Бюджетные ассигнования направляются главным образом на новое строительство объектов для государственных федеральных и республиканских нужд.

Нецентрализованные источники финансирования образуются за счет амортизационных отчислений на реновацию, прибыли коммерческих организаций и банковских кредитов.

В рыночной экономике доминирует самофинансирование как метод финансирования инвестиционной деятельности. Оно осуществляется за счет внутренних источников предприятия.

Источниками собственных средств предприятия являются:

- 1) амортизационный фонд предприятия;
- 2) фонд развития производства предприятия (создается за счет собственной прибыли предприятия);
- 3) ассигнования вышестоящих организаций.

Направление этих источников на инвестирование осуществляется органами управления хозяйствующих субъектов – советом директоров или менеджерами – и не регламентируется государством.

В качестве источника финансирования инвестиционной деятельности, связанной с реконструкцией, выступает мобилизация внутренних ресурсов предприятия (поступление денег, имущества от ликвидации части основных фондов...). Эти средства, по существу, являются частью ранее созданного национального богатства.

Финансирование капитальных вложений за счет собственных средств инвесторов осуществляется по договоренности сторон.

Договаривающиеся стороны самостоятельно определяют порядок внесения инвесторами собственных средств на счета в банки для финансирования инвестиций.

Порядок финансирования инвестиционной деятельности, связанной со строительством, зависит от способа выполнения строительных работ: подрядного или хозяйственного.

При ведении строительства подрядным способом финансирование строительной организации (подрядчика) осуществляется путем перечисления средств со счета заказчика на счет подрядчика.

После проверки представленных документов учреждение банка открывает счет финансирования капитальных вложений.

Учреждения банка присваивают открытым счетам постоянный номер. На счет зачисляются средства, поступающие из источников финансирования. Со счета производятся расчеты с подрядчиком.

При хозяйственном способе строительные работы осуществляются силами организации без привлечения подрядчиков: организация сама, без посредников, приобретает строительные материалы, технику, оборудование, привлекает рабочих-строителей.

Финансирование строительства при хозяйственном способе ведения работ осуществляется по элементам затрат или в меру выполнения объема работ.

Финансирование по элементам затрат осуществляется по объектам, требующим небольшого объема инвестиционных ресурсов. В этом случае в банке открывают счет финансирования, с которого оплачиваются расходы по элементам затрат (стоимость проектов, строительные материалы, оборудование, зарплата и др.). Организация может финансировать также затраты и с расчетного счета.

Финансирование строительства в меру выполненного объема работ осуществляется по стройкам, требующим значительного объема инвестиций. При этом способе организация создает у себя отдел капитального строительства или дирекцию строящегося предприятия. В этом случае организация выступает в роли заказчика, а дирекция строящегося предприятия (или отдел капитального строительства) – в роли подрядчика.

Дирекция строящегося предприятия открывает в банке расчетный счет. На этот счет организация перечисляет со своего счета средства (в виде аванса). Размер этих средств определяется на каждый квартал с учетом потребностей и сметы. С расчетного счета дирекции строящегося предприятия оплачивают счета в меру выполненного объема работ, а также за оборудование, строительные материалы, конструкции и др.

При оформлении финансирования коммерческий банк заключает с заказчиком договор. Предметом договора является финансирование затрат заказчика, возникающих в процессе строительства, реконструкции, технического перевооружения за счет нецентрализованных источников.

По просьбе клиента и от его имени, за его счет банк может осуществлять контроль за использованием средств и деятельностью подрядных организаций.

В рыночных системах хозяйствования редкие предприятия могут постоянно осуществлять свое развитие только за счет внутренних источников, так как им приходится переживать «неблагоприятные» периоды в своей деятельности (уменьшение объема продаж и др.). Кроме того, в практике инвестирования нередки проекты, которые требуют средств в несколько раз больше собственных источников. В этом случае предприятия привлекают заемные средства, которые дополняют собственный капитал.

5.2. Мобилизация инвестиционных ресурсов путем эмиссии ценных бумаг

Средства, полученные в результате эмиссии и размещения ценных бумаг, являются одним из основных источников финансирования инвестиций.

Ценные бумаги, обращающиеся на финансовом рынке, по экономическому содержанию подразделяются на два основных вида:

- *долевые*, представляющие собой непосредственную долю их владельца (держателя) в реальной собственности и делающие его совладельцем последней (обычные и привилегированные акции акционерных обществ);
- *долговые*, которые характеризуются обычно твердо фиксированной процентной ставкой и обязательством эмитента выплатить сумму долга в определенный срок (классическим примером долговых ценных бумаг являются облигации).

В соответствии с критерием такого разделения финансовые средства, полученные в результате эмиссии ценных бумаг, выступают как привлеченные (по долевым ценным бумагам) и заемные (по долговым обязательствам).

Эмиссия акций. Средства от эмиссии акций являются одним из наиболее широко используемых для финансирования инвестиций источников, который активно применяется акционерными обществами для привлечения акционерного капитала. Увеличение собственного капитала через выпуск акций возможно при преобразовании фирмы, испытывающей потребность в финансовых ресурсах, в акционерное общество или при выпуске уже функционирующим акционерным обществом новых акций. В этом случае компания эмитирует акции и привлекает капитал посредством их размещения (как среди прежних, так и среди новых потенциальных акционеров компании).

В последнем случае прежним акционерам предоставляются, как правило, преимущественные права на приобретение новых акций в той пропорции, которая соответствует их доле в уже существующем акционерном капитале, прежде чем новые акции будут предложены сторонним инвесторам. Такая практика позволяет акционерам поддерживать свою долю в капитале на определенном уровне, сохраняя контроль над деятельностью акционерного общества. При недостаточности средств для покупки дополнительных акций у прежних акционеров акции размещаются среди новых владельцев, что объективно уменьшает долю акций, сосредоточенных в руках у имеющихся акционеров, и соответственно степень их участия в капитале акционерного общества.

При продаже новых акций средства, полученные от их реализации, должны быть инвестированы таким образом, чтобы обеспечить доход, достаточный для поддержания того же дивиденда на акцию и того же курса акций, которые существовали при прежнем объеме акционерного капитала.

В целом следует учитывать, что акционирование как метод инвестирования эффективно лишь для конкурентоспособных предприятий. Эмиссия и размещение акций связаны с существенными затратами. Кроме того, существует опасность обесценения предшествующих выпусков акций, утраты контрольного пакета акций, поглощения акционерного общества другой фирмой.

При выборе источников формирования инвестиционных ресурсов важно учитывать преимущества и недостатки, характерные для различных способов привлечения капитала.

Так, основным преимуществом эмиссии акций как способа мобилизации финансовых ресурсов акционерными обществами является меньшая степень риска по сравнению с использованием заемных средств, что выражается в следующем:

- акционерное финансирование дает возможность расширения акционерного капитала на долгосрочной основе. Привлеченные средства выплачиваются их владельцам лишь при ликвидации общества, в то время как заемный капитал подлежит возврату в оговоренный срок;
- этот источник не предполагает постоянных финансовых выплат, так как компания выплачивает дивиденды в случае получения прибыли. Тогда как проценты по кредитам выплачиваются независимо от прибыльности компании;
- обыкновенные акции не имеют фиксированной даты погашения – это постоянный капитал.
- размещение акций в отличие от кредитных отношений не требует использования залога или гарантий;
- акционерное общество может не платить дивиденды по обычным акциям при отсутствии прибыли, а по решению собрания акционеров – и при наличии прибыли, в то время как при использовании облигационного финансирования необходимо соблюдать принцип платности;

- при финансировании крупных инвестиционных проектов привлечение капитала путем выпуска акций позволяет перенести выплаты средств на тот период, когда проекты будут уже сами генерировать доход;
- эмиссия акций повышает кредитоспособность фирмы, так как сокращает риск возможного ущерба для кредиторов фирмы;
- акции привлекают инвесторов, так как обеспечивают более высокий доход, лучше ограждают инвестора от инфляции. Поэтому легче эмитировать акции, чем получить кредит.

Следует отметить, что для инвесторов преимущества и недостатки вложения средств в акции носят иной характер.

К преимуществам вложений в акции можно отнести возможности:

- получения значительных доходов в виде дивидендов и продажи акций по более высокому курсу;
- участия в управлении акционерным обществом;
- воздействия на деятельность общества (для крупных держателей акций).

В качестве недостатков финансирования за счет эмиссии акций можно отметить:

- предоставление права голоса или даже контроля над фирмой ее новым владельцам;
- в случае выпуска акций прибыль фирмы будет делиться на большее число акционеров;
- трансакционные расходы выше, чем по облигациям;
- повторная эмиссия может рассматриваться как негативный сигнал и вызвать падение цены акций;
- присутствует риск невыплаты дивидендов;
- возможен риск потери капитала при снижении курса акций;
- невозможность для мелких акционеров воздействовать на проводимую обществом политику;
- последнюю очередность возврата капитала при ликвидации общества.

Эмиссия облигаций. Одним из источников финансирования инвестиционной деятельности может быть эмиссия облигаций, направленная на привлечение временно свободных денежных средств населения и коммерческих структур.

Срок облигационного займа, как правило, должен быть не менее продолжительным, чем средний срок осуществления инвестиционного проекта, с тем чтобы погашение обязательств по облигационному долгу происходило после получения отдачи от вложенных средств.

Привлекательность облигаций для потенциальных инвесторов во многом определяется условиями их размещения.

Условия облигационного займа включают:

- сумму и срок займа;
- число выпущенных облигаций;
- уровень процентной ставки;
- условия процентных выплат;
- дату, формы и порядок погашения;
- оговорки по вопросам конверсии облигаций, защиты интересов кредиторов и др.

Предлагаемые условия должны быть достаточно выгодными для инвесторов и обеспечивать ликвидность облигаций, в ряде случаев – возможность возврата средств по ним до истечения определенного при эмиссии облигаций срока путем купли-продажи на фондовых биржах или через инвестиционные институты внебиржевого рынка.

Вложения в облигации характеризуются следующими преимуществами относительно вложений в акции:

- величина дохода по облигациям гарантирована и заранее известна, в то время как величина дохода по акциям (обыкновенным) носит негарантированный и прогнозный характер;
- облигации могут быть досрочно предъявлены к погашению, между тем как акционер не может востребовать средства, вложенные в акции (за исключением льготного периода и случая ликвидации эмитента);
- при ликвидации фирмы владельцы облигаций имеют первоочередное по сравнению с держателями акций право на возврат вложенных средств.

К основным недостаткам вложений в облигации можно отнести:

- менее высокую, как правило, доходность облигаций по сравнению с акциями;
- владение облигациями не предоставляет права на участие в управлении компанией.

5.3. Кредитование

Кредит в экономическом смысле представляет собой форму экономических отношений, с помощью которых используются временно свободные денежные средства хозяйствующих организаций, предприятий, государства и населения.

Сущность кредита проявляется в таких его функциях, как:

1) *перераспределение денежных средств*. С помощью кредита временно свободные денежные средства предприятий и населения аккумулируются в банках и перераспределяются в соответствии с потребностями;

2) *замещение наличных денег кредитными операциями*. На основе кредита развиваются безналичные расчеты. В процессе этих расчетов наличные деньги заменяются кредитными операциями, которые совершаются путем записей по счетам, открытым в банке.

Существуют следующие формы кредита:

- банковский;
- коммерческий;
- потребительский;
- межбанковский;
- государственный;
- международный;
- ипотечный.

Банковский кредит. Основан на получении заемных средств хозяйствующими субъектами через банковскую систему.

По срокам пользования банковский кредит может быть:

- краткосрочным (сроком до 1 года);
- среднесрочным (сроком до 3 лет);
- долгосрочным (свыше 3 лет).

В зависимости от сферы функционирования банковские кредиты могут быть двух видов:

- 1) кредиты, участвующие в организации оборотных фондов;
- 2) кредиты (ссуды), участвующие в расширенном воспроизводстве основных фондов, называемые инвестиционными кредитами.

Инвестиционный кредит – это, как правило, долгосрочный кредит, предоставляемый в целях приобретения земли, зданий, сооружений, оборудования или других активов, являющихся по своей природе основными фондами.

Инвестиционный кредит может быть необеспеченным или же он может выдаваться под обеспечение (под залог недвижимости).

Коммерческий (торговый) кредит – это кредит, предоставляемый хозяйствующими субъектами друг другу в виде отсрочки платежа за отгруженные товары (услуги). Он выдается, как правило, на основе договора (контракта).

Потребительский кредит (личный кредит). Кредит, предоставляемый населению для оплаты стройматериалов и товаров или услуг (в форме отсрочки платежа). В роли кредитора могут выступать юридические лица: кредитные кооперативы, кассы взаимопомощи, предприятия, банки. Между банками и населением может быть посредник, например торговая организация, которая продает товары в кредит, т.е. в рассрочку, а затем в пределах ее суммы получает в банке денежную ссуду.

Межбанковский кредит – значительный источник средств для поддержания стабильности кредитного потенциала банка. Это одна из распространенных форм кредитных отношений между коммерческими банками и кредитными учреждениями.

Государственный кредит. Кредит, при котором заемщиком выступает государство, а кредиторами – население и юридические лица. Кредитные отношения оформляются в форме облигаций государственного займа, векселей, лотерей.

Международный кредит. Представляет собой кредит, выдаваемый одним государством другому для ускорения экономического развития либо сооружения объектов. Основной формой является банковский кредит, т.е. в кредитных отношениях участвуют банки.

Своеобразным кредитованием предприятия является *факторинг*, который означает уступку банку своих платежных требований. После заключения с банком договора о факторинговом кредите банк будет оплачивать за счет своих средств платежные требования, выставленные на покупателей клиента. Такой вид обслуживания выгоден предприятию тем, что предприятие получает деньги на расчетный счет в тот же день – в день предъявления расчетных документов в банк. Банку выгоден

факторинг потому, что он взимает с предприятия комиссионное вознаграждение, а также получает пеню в случае неоплаты расчетных документов в срок.

Банковское кредитование осуществляется согласно действию таких принципов, как:

- 1) целевой характер;
- 2) срочность;
- 3) возвратность;
- 4) обеспеченность;
- 5) платность.

Для получения кредита предприятие должно представить банку следующие документы:

1. Заявление на выдачу кредита.
2. ТЭО (технико-экономическое обоснование) потребности в кредите.
3. Копии контрактов или иных документов, подтверждающих цель кредита в соответствии с ТЭО.
4. Балансы предприятия (годовой и на последнюю отчетную дату).
5. Договор залога либо договор гарантии, либо договор страхования ответственности заемщика на случай непогашения кредита.
6. Срочное обязательство-поручение на погашение кредита.
7. Справка о полученных заемных средствах в других банках.
8. Проект кредитного договора по форме, принятой банком.

Выдача кредита должна сопровождаться открытием спецсудного счета в операционном отделе банка, который открывается в соответствии с письменным распоряжением, подписанным уполномоченным лицом банка, с указанием срока и суммы кредита, процентной ставки и основания для выдачи.

Для выдачи и погашения кредита банки открывают предприятиям ссудные счета: специальные, обычные (простые), а также контокоррентные.

Специальные ссудные счета открываются предприятиям, имеющим постоянную потребность в банковском кредите (государственные предприятия, торговые организации, сбыто-снабженческие, организации потребительской кооперации).

Предприятию может быть открыт только один спецсудный счет. И, кроме того, ему можно открыть параллельно простые ссудные счета, если есть необходимость прокредитовать какие-либо инвестиционные проекты и другие затраты.

Простые ссудные счета используются в банковской практике обычно для выдачи разовых ссуд.

Кредитование заемщиков может осуществляться банком с использованием единого активно-пассивного (расчетно-ссудного) счета, называемого *контокоррентом*.

По дебету этого счета идут все платежи клиента, а в кредит зачисляются выручка и все другие поступления в пользу предприятия.

Кредитовое сальдо свидетельствует о наличии у предприятия в обороте собственных средств, а дебетовое сальдо – о привлечении в оборот банковского кредита, за который взимается процент.

С переходом к рыночным отношениям преобладающей формой ссудного счета становятся простые ссудные счета.

Как правило, предприятие пользуется кредитом того банка, где открыт его расчетный счет.

Однако предприятие вправе получить кредит и в другом банке.

Банковская ссуда может быть обеспечена *поручительством (гарантией)*. В силу поручительства (гарантии) поручитель (гарант) обязуется перед банком отвечать за исполнение кредитного обязательства ссудозаемщиком. Поручитель и ссудополучатель несут ответственность перед банком как солидарные должники. Гарантийное обязательство оформляется в виде гарантийного письма или договором.

Договор поручительства – это такой договор, по которому поручитель обязуется перед кредитором (банком) отвечать за исполнение обязательств заемщика.

Договор поручительства совершается в письменной форме и должен быть заверен нотариально.

Заемщик и поручитель отвечают перед кредитором как солидарные должники.

Гарантия – это особый вид договора поручительства, применяемый только между юридическими лицами. В качестве гаранта по ссуде могут выступать вышестоящие по отношению к должнику организации (министерство, ведомство, объединение, союз), учредитель и другие организации, включая банки.

Единственное условие в данном случае – устойчивость финансового положения самого гаранта.

Гарантия оформляется гарантийным письмом, которое предъявляется в учреждение банка.

В случае отсутствия у ссудополучателя средств на расчетном счете для погашения кредита банк предъявляет требование о погашении ссуды к организации-гаранту.

Страхование кредитного риска, т.е. страхование ответственности заемщика за непогашение кредита (как форма обеспечения возврата ссуд).

Сущность ее состоит в том, что заемщик заключает со страховщиком договор страхования, в котором предусматривается, что в случае непогашения кредита в установленные сроки страховщик выплачивает банку, выдавшему кредит, возмещение в размере от 50 до 90% непогашенной заемщиком суммы кредита, включая проценты за пользование кредитом.

Ответственность страховщика наступает, если заемщик не возвратил банку ссуду в течение 20 дней после наступления срока платежа.

После выплаты банку страхового возмещения к страховщику переходят в пределах выполненной суммы все права банка-кредитора к заемщику по кредитному договору.

Переуступка (цессия) в пользу банка требований и счетов заемщика третьему лицу. Эта переуступка оформляется специальным соглашением или договором.

Банк имеет право воспользоваться поступившей выручкой только для погашения выданного кредита и уплаты процентов за него.

Наблюдение за погашением кредита, а также разработка и принятие мер по погашению кредита носит название *кредитного мониторинга*.

Осуществление кредитного мониторинга основано на таких принципах, как:

- 1) периодическая проверка погашения кредитов. Обычно каждые 30, 60 и 90 дней проверяются все крупные кредиты и выборочно – мелкие;
- 2) подробная разработка этапов кредитного контроля с тем, чтобы проверить выполнение условий по каждому кредиту, в том числе оценка изменений финансового положения заемщика;
- 3) использование внутреннего аудита кредитования.

В случае погашения кредита составляется справка о закрытии дела и передаче его в архив.

В случае непогашения кредита дело передается в юридический отдел банка с целью предъявления иска о невозврате ссуды и передаче дела в арбитражный или народный суд.

5.4. Лизинг

В Законе «О лизинге», принятом в 1998 г., дается следующее толкование понятия лизинга: «*Лизинг* – 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».

По своей экономической природе лизинг имеет сходство с кредитными и финансовыми отношениями, а также с инвестициями.

Известно, что кредитные отношения базируются на трех основных принципах: срочности (кредит дается на определенный период), возвратности и платности. Собственник имущества, передавая его на определенный период во временное пользование, в установленный срок получает его обратно, а за предоставленную услугу получает комиссионное вознаграждение. Это свидетельствует об элементах кредитных отношений. Однако участники сделки оперируют не денежными средствами, а имуществом.

Лизинг можно квалифицировать как товарный кредит в основные фонды, а по форме он схож с инвестиционным финансированием. Различие между ними в том, что клиент берет кредит и сам приобретает оборудование, и право собственности на это оборудование принадлежит ему. При заключении лизингового договора клиент, выступающий в роли лизингополучателя, получает не право собственности, а только право пользования этим оборудованием на определенных условиях и возможность выкупить его по окончании договора.

В РФ *объектом лизинга* могут быть любые не потребляемые вещи, в том числе предприятия и другие имущественные комплексы, здания, сооружения, оборудование, транспортные средства и другое движимое и недвижимое имущество, которое может использоваться для предпринимательской деятельности.

Объектом лизинга не могут быть земельные участки и другие природные объекты, а также имущество, которое федеральными законами запрещено для свободного обращения или для которого установлен особый порядок обращения.

Субъектами лизинга являются:

- *лизингополучатель* – юридическое лицо, осуществляющее предпринимательскую деятельность, или гражданин, зарегистрированный в качестве индивидуального предпринимателя;
- *лизингодатель* – юридическое лицо, осуществляющее лизинговую деятельность, т.е. передачу в лизинг по договору купли-продажи специально приобретенного для этого имущества, или гражданин, также зарегистрированный в качестве индивидуального предпринимателя;
- *продавец лизингового имущества* – предприятие – изготовитель машин и оборудования или другое юридическое лицо, или индивидуальный предприниматель.

При выделении видов лизинга исходят прежде всего из признаков их классификации, которые характеризуют:

- отношение к арендуемому имуществу;
- тип финансирования лизинговой операции;
- тип лизингового имущества;
- состав участников лизинговой сделки;
- тип передаваемого в лизинг имущества;
- степень окупаемости лизингового имущества;
- сектор рынка, где проводятся лизинговые операции;
- отношение к налоговым, таможенным и амортизационным льготам и преференциям;
- порядок лизинговых платежей.

По отношению к арендуемому имуществу (или по объему обслуживания) лизинг делится на:

1) *чистый*, когда все расходы по обслуживанию имущества принимает на себя лизингополучатель.

При этом лизингополучатель переводит лизингодателю чистые, или нетто, платежи. Большинство услуг на отечественном лизинговом рынке оборудования являются чистыми;

2) *полный*, когда лизингодатель принимает на себя все расходы по обслуживанию имущества. Его используют, как правило, сами изготовители оборудования. По стоимости полный лизинг один из самых дорогих, так как у лизингодателя увеличиваются расходы на техническое обслуживание, сопровождение квалифицированным персоналом, ремонт, поставку необходимого сырья и комплектующих изделий и др.;

3) *частичный* (с частичным набором услуг), когда на лизингодателя возлагаются лишь отдельные функции по обслуживанию имущества.

По типу финансирования лизинг делится на:

1) *срочный*, когда имеет место одноразовая аренда имущества;

2) *возобновляемый (револьверный)*, при котором после истечения первого срока договор лизинга продлевается на следующий период. При этом объекты лизинга через определенное время в зависимости от износа и по желанию лизингополучателя меняются на более совершенные образцы. Лизингополучатель принимает на себя все расходы по замене оборудования. Количество объектов лизинга и сроки их использования по возобновляемому лизингу заранее сторонами не оговариваются. Разновидностью возобновляемого лизинга является *генеральный лизинг*, который позволяет лизингополучателю дополнить список арендуемого оборудования без заключения новых контрактов. Это очень важно для предприятий с непрерывным производственным циклом и при жесткой контрактной кооперации с партнерами. Генеральный лизинг используется, когда требуется срочная поставка или замена уже полученного по лизингу оборудования, а времени, необходимого на проработку и заключение нового контракта, как правило, нет. По условию соглашения в режиме генерального лизинга лизингополучателю в случае возникновения срочной непредвиденной необходимости в получении дополнительного оборудования достаточно направить лизингодателю запрос на поставку требуемого оборудования со ссылкой на согласованный перечень или каталог. В конце периода, на который заключено соглашение, производится перерасчет лизинговых платежей с учетом разновременности затрат лизингодателя и заключается новое соглашение.

В зависимости от состава участников (субъектов) сделки различают следующие виды лизинга.

1) *прямой*, при котором собственник имущества (поставщик) самостоятельно сдает объект в лизинг (двухсторонняя сделка). По сути, эту сделку нельзя назвать классической лизинговой сделкой, так как в ней не участвует лизинговая компания;

2) *косвенный*, когда передача имущества в лизинг происходит через посредника. Такого рода сделка схожа с классической лизинговой операцией, так как в ней участвуют поставщик, лизингодатель и лизингополучатель, причем каждый из них выступает самостоятельно;

3) *раздельный* (лизинг с участием множества сторон), который распространен как форма финансирования сложных крупномасштабных объектов, таких как авиатехника, морские и речные суда, железнодорожный и подвижной состав, буровые платформы и т.п. Такой вид лизинга называется еще *групповым* или *акционерным лизингом* с участием нескольких компаний поставщиков, лизингодателей и привлечением кредитных средств у ряда банков, а также страхованием лизингового имущества и возврата лизинговых платежей с помощью страховых пулов. Этот вид лизинга считается наиболее сложным, так как ему присуще многоканальное финансирование. Специфической особенностью данного вида лизинга является то, что лизингодатели обеспечивают лишь часть суммы, которая необходима для покупки объекта лизинга. Эти средства привлекаются и аккумулируются путем выпуска акций и распространения их среди лизингодателей, принимающих участие в финансировании сделки. Оставшаяся часть контрактной стоимости объекта лизинга финансируется кредиторами (банками, другими инвесторами). Характерно, что при этом кредиторы не имеют, как правило, права востребования задолженности по кредитам непосредственно у лизингодателей. В этих сделках ввиду множества участвующих сторон присутствуют: поверенный кредиторов – для координации действий заимодателей и поверенный лизингодателей – для управления совместными действиями контрагентов. Поверенный лизингодателей действует в качестве номинального лизингодателя и получает титул собственника оборудования. Он же распределяет прибыль между акционерами.

По типу имущества различают:

1) *лизинг движимого имущества* (оборудование, техника, автомобили, суда, самолеты и т.п.), в том числе нового и бывшего в употреблении;

2) *лизинг недвижимости* (здания, сооружения).

По степени окупаемости имущества лизинг подразделяется на:

1) *лизинг с полной окупаемостью* (или близкой к полной), когда в течение срока действия лизингового договора происходят полная или близкая к полной амортизация имущества и соответственно выплата лизингодателю стоимости имущества;

2) *лизинг с неполной окупаемостью*, при котором в течение срока действия одного лизингового договора происходит частичная амортизация имущества и окупается только часть ее.

В соответствии с признаками окупаемости (условиями амортизации имущества) выделяют финансовый и оперативный лизинг:

1) *финансовый (капитальный, прямой) лизинг* представляет собой взаимоотношения партнеров, предусматривающие в течение периода действия соглашения между ними выплату лизинговых платежей, покрывающих полную стоимость амортизации оборудования или большую его часть, дополнительные издержки и прибыль лизингодателя. Данный вид лизинга характеризуется участием кроме лизингодателя и лизингополучателя третьей стороны (производителя или поставщика объекта сделки), невозможностью расторжения договора в течение основного срока аренды, т.е. срока, необходимого для возмещения расходов арендодателя, продолжительным периодом лизингового соглашения (обычно близким к сроку службы объекта сделки);

2) *оперативный (сервисный) лизинг* представляет собой арендные отношения, при которых расходы лизингодателя, связанные с приобретением и содержанием сдаваемых в аренду предметов, не покрываются арендными платежами в течение одного лизингового контракта. Заключается он, как правило, на 2–5 лет. При оперативном лизинге риск порчи или утери объекта лежит в основном на лизингодателе. Ставка лизинговых платежей обычно выше, чем при финансовом лизинге, из-за отсутствия гарантии окупаемости затрат.

В зависимости от сектора рынка, где проводятся лизинговые операции, различают:

1) *внутренний лизинг*, когда все участники сделки представляют одну страну;

2) *внешний (международный) лизинг* – к нему относятся сделки, в которых хотя бы одна из сторон принадлежит разным странам. К этому же виду лизинга относят и сделки, проводимые лизингодателем и лизингополучателем одной страны, если хотя бы одна из сторон ведет свою деятельность и имеет капитал совместно с зарубежной фирмой.

Внешний лизинг, в свою очередь, подразделяется на импортный, когда зарубежной стороной является лизингодатель, и экспортный, когда зарубежной стороной является лизингополучатель.

По отношению к налоговым, амортизационным льготам различают лизинг:

1) *с использованием льгот* по налогообложению имущества, прибыли, НДС, различных сборов, ускоренной амортизации и т.п. В ряде случаев возможность получения льгот при операциях лизинга используется для проведения фиктивных операций лизинга. На Западе такого рода фиктивные

операции преследуются посредством специальных статей в законах, регламентирующих лизинговую деятельность;

2) *без использования льгот.*

По характеру лизинговых платежей осуществляется разделение лизинга по видам в зависимости от:

1) *вида лизинга* (финансовый, оперативный);

2) *формы расчетов между лизингодателем и лизингополучателем:*

а) денежные, когда все платежи производятся в денежной форме;

б) компенсационные, когда платежи осуществляются в форме поставки товаров, произведенных на сданном в лизинг оборудовании (по существу это бартер), или путем зачета услуг, оказываемых друг другу лизингополучателем и лизингодателем;

в) смешанные, когда применяются обе указанные формы платежа;

3) *состава учитываемых элементов платежа* (амортизация, дополнительные услуги, лизинговая маржа, страхование и т.д.);

4) *применяемого метода начисления:*

а) с фиксированной общей суммой;

б) с авансом (депозитом);

в) с учетом выкупа имущества по остаточной стоимости;

г) с учетом периодичности внесения (ежегодные, полугодовые, ежеквартальные, ежемесячные);

д) с учетом срочности внесения (в начале, середине или в конце периода платежа);

е) с учетом способа уплаты: равномерными равными долями; с увеличивающимися и уменьшающимися размерами (в зависимости от финансового состояния лизингополучателя и условий договора).

Плата за владение и пользование предоставленным по договору лизинга имуществом осуществляется лизингополучателем в виде лизинговых платежей, уплачиваемых лизингодателю. Размер, способ, форма и периодичность выплат устанавливаются в договоре по соглашению сторон.

В лизинговые платежи кроме платы за основные услуги (процентного вознаграждения) включаются:

- амортизация имущества за период, охватываемый сроком договора;
- инвестиционные затраты (издержки);
- оплата процентов за кредиты, использованные лизингодателем на приобретение имущества (предмета лизинга);
- плата за дополнительные услуги лизингодателя, предусмотренные договором;
- налог на добавленную стоимость;
- страховые взносы за страхование предмета лизингового договора, если оно осуществлялось лизингодателем;
- налог на это имущество, уплаченный лизингодателем.

Лизинговые платежи относятся на себестоимость продукции (работ, услуг) лизингополучателя.

Обязательства лизингополучателя по уплате лизинговых платежей наступают с момента начала использования лизингополучателем предмета лизинга, если иное не предусмотрено договором лизинга.

Согласно Методическим рекомендациям по расчету лизинговых платежей, разработанным Министерством экономического развития и торговли РФ и предназначенным для расчетов платежей финансового лизинга, расчет общей суммы лизинговых платежей производится по годам.

Алгоритм расчета строится на том, что с уменьшением задолженности по кредиту, получаемому лизингодателем для приобретения имущества, уменьшается размер платы за используемые кредиты. Если ставка комиссионного вознаграждения лизингодателя устанавливается в процентах к остаточной стоимости имущества, то размер комиссионного вознаграждения также будет уменьшаться.

Считается целесообразным осуществлять расчет лизинговых платежей в следующей последовательности:

- 1) рассчитываются размеры лизинговых платежей по годам, охватываемым договором лизинга;
- 2) рассчитывается общий размер лизинговых платежей за весь срок договора лизинга как сумма платежей по годам;
- 3) рассчитываются размеры лизинговых взносов в соответствии с выбранной сторонами периодичностью взносов, а также согласованными ими методами начисления и способом уплаты.

Общая сумма лизинговых платежей по годам включает:

- 1) величину амортизационных отчислений, причитающихся лизингодателю в текущем году;
- 2) плату за кредитные ресурсы, используемые лизингодателем для приобретения имущества;
- 3) комиссионное вознаграждение лизингодателя;
- 4) плату лизингодателю за дополнительные услуги, предусмотренные договором лизинга;
- 5) налог на добавленную стоимость, уплачиваемый лизингополучателем по услугам лизингодателя.

Методика предусматривает возможность выбора способа уплаты лизинговых платежей:

- 1) метод «с фиксированной общей суммой», предполагающий начисление общей суммы платежей равными долями в течение всего срока лизинга;
- 2) метод «с авансом», предполагающий уплату лизингодателю аванса при заключении лизингового договора;
- 3) метод «минимальных платежей», по которому в общую сумму лизинговых платежей включается сумма амортизации лизингового имущества, плата за используемые лизингодателем заемные средства, комиссионное вознаграждение и плата за дополнительные услуги лизингодателя.

Согласно Постановлению Правительства РФ от 29.06.1995 г. № 633 «Временное положение о лизинге» рекомендуется следующая схема расчета лизингового платежа:

$$\text{ЛП} = \text{АО} + \text{ПК} + \text{КВ} + \text{ДУ} + \text{НДС},$$

где ЛП – лизинговый платеж;

АО – амортизационные отчисления;

ПК – плата за кредит;

КВ – комиссионное вознаграждение лизингодателю;

ДУ – дополнительные услуги, предоставляемые лизингодателем лизингополучателю.

1. $\text{АО} = \text{Балансовая стоимость} \times \text{норма амортизации}$.

2. $\text{ПК} = \text{КР} \times \text{ставка процента}$,

где КР – объем кредитных ресурсов:

$$\text{КР} = [(\text{O}_n + \text{O}_k) / 2] \times \text{Q},$$

где $\text{O}_{n,k}$ – остаточная стоимость имущества на начало и конец периода;

Q – коэффициент, характеризующий долю заемных средств в общей стоимости приобретаемого имущества.

3. $\text{КВ} = [(\text{O}_n + \text{O}_k) / 2] \times \text{p}$,

где p – ставка комиссионного вознаграждения.

4. $\text{ДУ} = (\text{P}_1 + \text{P}_2 + \dots + \text{P}_n) / \text{T}$,

где P – сумма стоимостей дополнительных услуг;

T – срок договора лизинга.

5. $\text{НДС} = (\text{АО} + \text{ПК} + \text{КВ} + \text{ДУ}) \times \text{ставка НДС}$.

Если лизингополучатель является малым предприятием, то НДС не включается в расчет ЛП.

6. $\text{ЛВ} = \text{ЛП} / \text{T} / \text{П}$,

где ЛВ – лизинговый взнос;

П – периодичность платежа.

Методические рекомендации Министерства экономического развития и торговли предполагают расчет лизинговых платежей на основании калькуляции затрат лизингодателя.

Однако приемлемость лизинга для арендатора по-прежнему не принимается в расчет. Методика неадекватно отражает российские экономические условия и интересы участников лизинга. Устаревшая и часто критикуемая российская практика, к сожалению, и по сей день принимается как основа для новых разработок. Речь не идет и даже не заходит об иных способах ценообразования в лизинге. В лучшем случае рассматриваются «предложения по усовершенствованию» изложенного специалистами Минэкономки подхода в расчете лизинговых платежей. Иные отечественные методики в явной или скрытой форме основаны на методике Минэкономки РФ.

5.5. Государственное финансирование

Основным источником государственных инвестиций служат средства соответствующего бюджета.

Расходы на финансирование бюджетных инвестиций предусматриваются соответствующим бюджетом при условии включения их в федеральную или региональную целевую программу либо в соответствии с решениями органов власти.

Решения об осуществлении государственных капитальных вложений принимаются органами государственной власти в соответствии с законодательством РФ.

Расходы на финансирование государственных капитальных вложений предусматриваются:

- 1) в федеральном бюджете – при условии, что эти расходы являются частью расходов на реализацию соответствующих федеральных целевых программ, а также на основании предложений Президента РФ либо Правительства РФ;
- 2) в бюджетах субъектов РФ – при условии, что эти расходы являются частью расходов на реализацию соответствующих региональных целевых программ, а также на основании предложений органов исполнительной власти субъектов РФ.

Централизованные капитальные вложения за счет средств государственного бюджета выделяются на следующие цели:

- 1) осуществление государственных долгосрочных целевых программ;
- 2) строительство государственных объектов промышленной сферы, в том числе оборонной промышленности, средств связи, атомных и гидроэлектростанций, ТЭС и др.;
- 3) строительство железнодорожных и автомобильных дорог, морских портов, сооружений и других объектов для федеральных нужд.

Разработка, рассмотрение и утверждение инвестиционных проектов, финансируемых за счет средств федерального бюджета, производятся в соответствии с законодательством РФ в порядке, предусмотренном для федеральных целевых программ. Перечни инвестиционных проектов, финансируемых за счет средств федерального бюджета, образуют федеральные инвестиционные программы.

В соответствии с государственной инвестиционной программой формируется *перечень строек и объектов для федеральных государственных нужд*, подлежащих финансированию с привлечением средств федерального бюджета.

Формирование этого перечня осуществляется по следующим этапам:

Этап 1. Министерство экономического развития и торговли РФ устанавливает и сообщает государственным заказчикам сроки, определенные Правительством РФ предварительно для объемов государственных централизованных капитальных вложений на соответствующий период.

Этап 2. Государственные заказчики представляют в Министерство экономического развития и торговли РФ в порядке и сроки, установленные этим министерством, предложения по инвестиционным проектам с учетом объемов государственных централизованных капитальных вложений. Государственные заказчики в обоснование этих предложений представляют:

- перечень строек и объектов на весь период строительства с разбивкой по годам;
- технико-экономические обоснования и расчеты по формам, установленным Министерством экономического развития и торговли РФ.

Этап 3. Министерство экономического развития и торговли РФ с участием Министерства финансов РФ, Госстроя РФ, Министерства промышленности и других ведомств рассматривает предложения, представленные заказчиком по вновь начинаемым стройкам и объектам и принимает решение о включении их в перечень строек и объектов для федеральных государственных нужд.

Этап 4. Принятое Министерством экономического развития и торговли РФ решение (3 этап) является основанием, в соответствии с которым государственные заказчики определяют застройщиков по строительству данных объектов и организуют проведение подрядных торгов.

Этап 5. Министерство экономического развития и торговли РФ и Министерство финансов РФ на основе результатов подрядных торгов и заключенных на их основе контрактов (договора подряда) уточняют объем капитальных вложений, размеры и источники финансирования по стройкам, включенным в перечень.

Порядок финансирования инвестиционных проектов за счет средств федерального бюджета определяется Правительством РФ, а порядок финансирования инвестиционных проектов за счет средств бюджетов субъектов РФ – органами исполнительной власти соответствующих субъектов РФ. Перечни инвестиционных проектов, финансируемых за счет средств бюджетов субъектов РФ, образуют региональные инвестиционные программы.

Решения об использовании средств федерального бюджета для финансирования инвестиционных проектов и (или) инвестиционных программ, осуществляемых РФ совместно с иностранными государствами, принимаются после заключения Российской Федерацией соответствующих межгосударственных соглашений.

Размещение заказов на подрядные строительные работы для государственных нужд за счет средств федерального бюджета и средств бюджетов субъектов РФ при реализации соответствующих инвестиционных проектов производится государственными заказчиками путем проведения конкурсов в соответствии с законодательством РФ.

Государственные централизованные капитальные вложения предоставляются на безвозвратной и возвратной основе.

Финансирование государственных централизованных капитальных вложений за счет средств федерального бюджета, предоставляемых на безвозвратной основе, осуществляется в соответствии с утвержденным перечнем строек и объектов для федеральных государственных нужд.

Для открытия финансирования государственных централизованных капитальных вложений за счет средств федерального бюджета, предоставляемых на безвозвратной основе, государственные заказчики представляют в Министерство финансов РФ:

- 1) выписки из утвержденного перечня строек и объектов для федеральных государственных нужд с указанием объемов капитальных вложений;
- 2) договоры подряда по строительству объектов для государственных нужд.

Открытие финансирования государственным заказчиком производится Министерством финансов РФ путем перечисления им денежных средств в соответствии с утвержденным объемом капитальных вложений и перечнем строек и объектов. Министерство финансов РФ направляет средства заказчикам (застройщикам) через коммерческие банки в соответствии с заключенными с этими банками договорами.

Средства федерального бюджета, предоставляемые на возвратной основе для финансирования государственных централизованных капитальных вложений, выделяются Министерству финансов РФ в пределах кредитов, выдаваемых ЦБ РФ в установленном законом порядке.

Министерство финансов РФ направляет указанные средства заемщикам (застройщикам) через коммерческие банки в соответствии с заключенными с этими банками договорами.

Полученные коммерческими банками от Министерства финансов РФ средства федерального бюджета на возвратной основе для финансирования государственных централизованных капитальных вложений предоставляются заемщикам (застройщикам) на основе договоров.

При заключении договоров на получение указанных средств заемщики (застройщики) представляют в банки:

- 1) выписки из перечня строек и объектов для федеральных государственных нужд;
- 2) договоры подряда;
- 3) расчеты, обосновывающие сроки ввода в действие производств;
- 4) расчеты сроков возврата выданных средств и процентов по ним;
- 5) заключение государственной экспертизы.

Полученные коммерческими банками средства федерального бюджета должны использоваться строго по назначению и не могут зачисляться на депозитные счета, не могут использоваться для предоставления межбанковских кредитов и покупки свободно конвертируемой валюты, отвлекаться в другие операции краткосрочного характера.

Средства федерального бюджета на возвратной основе предоставляются заемщикам (застройщикам) под залог зданий, сооружений, оборудования, объектов незавершенного строительства, другого имущества с оформлением соответствующих документов по залогоу.

Банки, осуществляющие операции по финансированию капитальных вложений на возвратной основе, наделены правами:

- 1) проводить проверку представленных заказчиком (застройщиком) документов;
- 2) анализировать расчеты сроков возврата и процентов;
- 3) финансировать стройки только при наличии положительных заключений экспертизы по проектной документации.

Контроль за целевым и эффективным использованием средств федерального бюджета, направляемых на капитальные вложения, в соответствии с законодательством РФ осуществляют Счетная палата РФ, а также уполномоченные на то федеральные органы исполнительной власти. Контроль за целевым и эффективным использованием средств бюджетов субъектов РФ осуществляют уполномоченные на то соответствующими субъектами РФ органы.

5.6. Организация финансирования венчурных инвестиций

Все существующее многообразие множества определений венчурного финансирования сводится к представлению о его основной функциональной задаче.

В самом общем виде она может быть сформулирована следующим образом: *способствовать росту конкретного бизнеса путем предоставления определенной суммы денежных средств в обмен на долю в уставном капитале или некий пакет акций.*

Венчурный капиталист, стоящий во главе фонда или компании, не вкладывает собственные средства в предприятия, акции которых он приобретает. Венчурный капиталист – это посредник между синдицированными (коллективными) инвесторами и предпринимателем. В этом заключается одна из самых принципиальных особенностей этого типа инвестирования.

С одной стороны, венчурный капиталист самостоятельно принимает решение о выборе того или иного объекта для осуществления инвестиций, участвует в работе совета директоров, оказывает содействие росту и расширению поля деятельности этой компании. С другой – окончательное решение о производстве инвестиций принимает инвестиционный комитет, представляющий интересы инвесторов. В итоге получаемая венчурным инвестором прибыль принадлежит только инвесторам, а не ему лично. Он имеет право рассчитывать только на определенную долю этой прибыли.

Эти принципы были заложены еще на начальном этапе становления венчурного капитала основателями этого вида деятельности – Томом Перкинсом, Юджином Клейнером, Франком Кофилдом, Бруком Байерсом и др.

В 50–60-е годы XX в. они разработали новые основополагающие концепции организации финансирования:

- создание партнерств в виде венчурных фондов;
- сбор денег у партнеров с ограниченной ответственностью и установление правил защиты их интересов;
- использование статуса генерального партнера.

Такое организационное оформление инвестиционного процесса создало очень весомое конкурентное преимущество.

Для того чтобы создать собственную фирму, начать самостоятельное дело, предпринимателю, кроме стоящей идеи, необходимо как минимум иметь соответствующие финансовые средства.

Значение финансового фактора возрастает вдвойне, если речь идет о новых наукоемких разработках.

Такие проекты рассчитаны обычно на несколько лет, требуют большой подготовительной работы (в том числе часто требуется проведение дополнительных НИОКР) и инвестиций, которые начнут приносить хоть какую-то отдачу далеко не сразу.

Но даже если предприниматель обладает достаточными финансовыми ресурсами, он должен детально продумать и проследить все последствия возможного неудачного завершения проекта.

Обобщающим показателем различных форм инновационного риска (технического, экономического, коммерческого – если нет «ниши» для нового продукта или существует опасность конкуренции) в условиях рыночной экономики выступает финансовый риск предпринимателя и поверившего в его идею инвестора. Он характеризует возможные потери в случае неудачного завершения финансируемого проекта.

Чем выше ожидаемый финансовый риск, тем труднее предпринимателю получить у банков, промышленных компаний или инвестиционных фондов недостающие для задуманного инновационного проекта средства и тем жестче будут условия предоставления кредита.

Однако в современных условиях инвестиционного научно-технического развития и предприниматели, выступающие инициаторами новых проектов, и крупные промышленные компании, и государство отчетливо осознают, что отказ от инвестиций в освоение нововведений означал бы на практике значительно большие финансовые потери. Поэтому необходимо создание таких механизмов, которые бы:

- содействовали внедрению в производство новейших достижений НТП;
- позволяли бы сводить к минимуму финансовый риск отдельных инвесторов.

Одним из таких механизмов является рисковое (венчурное) финансирование нововведений. Венчурный механизм (рис. 5.1) сыграл важную роль в реализации многих крупнейших нововведений в области микроэкономики, вычислительной техники, автоматизации промышленного производства, биотехнологии и т.д.

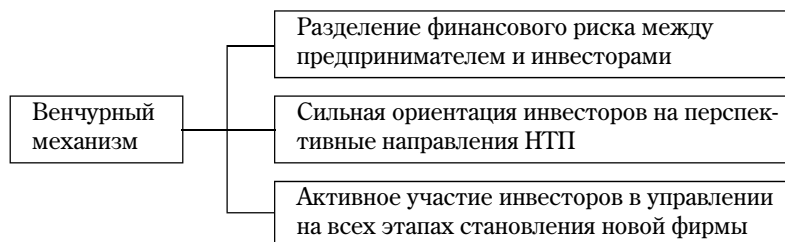


Рис. 5.1. Венчурный механизм

Особенности рискового финансирования. Финансирование рискованных предпринимательских проектов не является новым экономическим явлением, потому что каждое размещение частных средств в различных предприятиях с целью получения прибыли неизбежно сопряжено с риском.

Однако вложение средств в инновационную деятельность имеет ряд отличительных особенностей.

Первая особенность заключается в том, что венчурное финансирование связано с кредитованием мелких фирм, специализирующихся на внедрении технологических новшеств, выпуске новых видов продукции или оказании новых видов услуг.

В случае рискованных капиталовложений такой кредит предоставляется под перспективную идею, когда не оговариваются гарантии его обязательного погашения за счет имущества, доходов и прочих активов фирмы. Потребность в кредите такого рода возникает обычно у мелких предпринимателей, изобретателей, ученых, инженеров, когда они самостоятельно пытаются реализовать новые идеи, не получившие еще технического или коммерческого воплощения.

Здесь возникает дилемма: продать свою идею заинтересованным компаниям или довести ее до коммерческого результата собственными силами. Наиболее распространен первый путь (продать идею), но он ведет к снижению доли дохода в случае коммерческого успеха. Поэтому энтузиасты зачастую выбирают второй путь (доводят идею до конца самостоятельно). Но этот путь связан с большими трудностями (доведение идеи до рынка, оценка перспектив, преодоление конкуренции, реклама, организация сбыта). Это, как правило, уравнивает возможности мелких предпринимательских фирм и поэтому вынуждает их искать дополнительные средства. Платой за них являются:

- предоставление права на использование новой технологии, новой продукции;
- весомый пакет акций создаваемой фирмы – наиболее типичная плата.

Поскольку каждый новый этап по внедрению новшеств требует новых и значительных инвестиций, созданная фирма вынуждена привлекать в дальнейшем финансовые средства за счет выпуска своих акций в открытую продажу на рынке ценных бумаг. При этом первоначальные инвесторы фирмы сбывают свою долю акций и возвращают не только первоначально вложенные средства, но и получают избыток за счет разницы между начальной и курсовой стоимостью акций (сверхприбыль) – это и есть основная цель венчурных компаний.

Также их задача сводится не только к спекуляции акциями новой фирмы, но и к получению непосредственного доступа к разрабатываемой технологии и последующему установлению контроля за ее распределением. В случае апробации разработки (новшества) такая корпорация может поглотить новую фирму и стать полновластным хозяином новшества. То есть венчурное финансирование является элементом стратегической политики большого бизнеса в освоении достижений НТП.

Вторая характерная особенность связана с тем, что рискованные капиталовложения осуществляются, как правило, в самых передовых направлениях НТП (во второй половине 80-х годов XX в. в США более 60% рискованного капитала было сосредоточено в области микроэкономики, информатики, вычислительной техники и связи).

Очень важно иметь в виду, что перспективные идеи и новые возможности для их реализации возникают обычно на базе крупных исследовательских центров и университетов при непосредственном участии ведущих ученых.

Высокий научно-технический уровень выполняемых разработок в сочетании с квалифицированным персоналом, наличием необходимых финансовых средств и разработанной гибкой организационной структурой дают возможность ряду первоначально небольших фирм при поддержке рискованного капитала добиться заметных успехов в освоении наукоемкой продукции. Инвесторы рискованного капитала постоянно следят за тенденциями развития науки и техники, реагируют на малейшие изменения в экономической политике и конъюнктуре рынка.

Третья особенность в том, что инвесторы не ограничиваются только предоставлением финансового кредита. Они непосредственно или через своих представителей активно участвуют в управлении новой фирмой на всех стадиях осуществления нововведения.

В рамках практической деятельности выработаны и получили развитие несколько основных форм осуществления рискованных капиталовложений:

1. Простейшая из них – непосредственная передача средств от инвестора к создателям мелкой инновационной фирмы. Более сложные формы порождают ряд дополнительных звеньев, которые появляются для снижения степени риска и разделения между инвесторами возможных убытков в случае неудачных капиталовложений.

2. В большинстве случаев инвесторы идут на кооперацию, образуя совместный венчурный фонд, от имени которого осуществляются рискованные капиталовложения. Этот фонд имеет статус с ограниченной ответственностью, т.е. его участники несут риск убытков и получают прибыль пропорционально первоначально вложенному капиталу. Управление этими фондами осуществляется обычно профессиональными управляющими, которые получают специальное вознаграждение по итогам деятельности фонда.

3. Широкое распространение в странах с развитой рыночной экономикой нашли специализированные венчурные фирмы, которые берут на себя управление одним или несколькими фондами венчурного капитала. После реализации программы рискованных капиталовложений полученный доход делится так, что на долю венчурной фирмы приходится 20–30% всей прибыли, даже если ее первоначальный финансовый взнос в венчурный доход составил только 1% всех капиталовложений.

4. Наряду с независимыми венчурными фондами, например в США, рискованный капитал предоставляют также инвестиционные компании мелкого бизнеса, которые финансируют не крупные фирмы, занятые в сфере услуг или в розничной торговле. На долю наукоемких фирм приходится лишь незначительная часть их капиталовложений.

5. Особое место в системе рискованных капиталовложений занимают крупнейшие промышленные корпорации. Их интерес к деятельности мелких инновационных фирм продиктован прежде всего стратегией собственного развития в условиях современного НТП (боязнь отстать от конкурентов, нарушить соотношение сил на рынке, отстать в новых направлениях НТП). Кроме того, для них это выступает возможным путем осуществления диверсификации производства. Крупные компании также могут себе позволить отложить до поры до времени организацию аналогичных исследований и разработок в собственных лабораториях.

Обычно выделяют три организационные формы, которые преимущественно используются крупными корпорациями при осуществлении рискованных капиталовложений:

- *участие в качестве партнера с ограниченной ответственностью* в фондах, учреждаемых и управляемых профессионалами венчурного бизнеса. Эта форма не требует больших капиталовложений и особых навыков в управлении венчурными операциями, позволяет получить доступ к нововведениям 10–15 мелких инновационных фирм, быть в курсе проектов, которые по разным причинам отвергаются управляющими венчурных доходов; позволяет больше познакомиться с деловыми качествами отдельных управляющих, ученых, изобретателей и т.д. Недостаток такого участия – ограниченный, пассивный характер осуществления рискованных капиталовложений.

Такие корпорации не имеют возможности пользоваться исключительным правом на достижения НИОКР финансируемых мелких фирм. Поэтому корпорации стали чаще использовать вторую организационную форму рискованных капиталовложений;

- *дочерняя венчурная фирма*, доход которой образуется за счет средств корпорации. Ее управляющие – это служащие корпорации или квалифицированные специалисты в области рискованных капиталовложений и работающие по найму. В остальном эти фирмы мало отличаются от партнерств. Особенности деятельности такой фирмы – это тщательное согласование ее инвестиционной политики со стратегией развития корпорации;

- *прямое финансирование деятельности мелких инновационных фирм*. Эта форма сопряжена с большим риском, так как здесь исключаются механизмы разделения убытков в случае неудачной организации нововведений, но в случае успеха вся прибыль идет инвестору.

6. Частное инвестирование. Состоятельные граждане самостоятельно вкладывают свои средства в рискованные предпринимательские проекты. Их целью является не только получение прибыли, но и стремление помочь близким или знакомым, начинающим собственное дело.

Организационная структура типичного венчурного института выглядит следующим образом: он может быть образован либо как самостоятельная компания, либо существовать в качестве

незарегистрированного образования как ограниченное партнерство (нечто вроде «полного» или «командитного» товарищества, соответственно российской юридической терминологии).

В некоторых странах под термином «фонд» понимают скорее ассоциацию партнеров, а не компанию, как таковую. Директора и управленческий персонал фонда могут быть наняты как самим фондом, так и отдельной «управляющей компанией» или управляющим, оказывающим свои услуги фонду. Управляющая компания, как правило, имеет право на ежегодную компенсацию, обычно составляющую до 2,5% от первоначальных обязательств инвесторов. Кроме того, управляющая компания или частные лица, сотрудники управленческого штата, равно как и генеральный партнер, могут рассчитывать на процент от прибыли фонда, обычно достигающий 20%. Чаще всего этот процент не выплачивается до тех пор, пока инвесторам не будут полностью возмещены суммы их инвестиций в фонд и, кроме того, заранее оговоренный доход на их инвестиции.

В случае создания ограниченного партнерства основатели фонда и инвесторы являются партнерами с ограниченной ответственностью. Генеральный партнер в этом случае отвечает за управление фондом или осуществляет функции контроля за работой управляющего. Ограниченное партнерство свободно от налогообложения. Это означает, что оно не является объектом налогообложения, а его участники должны платить все те же налоги, какие бы они заплатили, если бы принадлежащий им доход или прибыль поступали непосредственно от тех компаний, куда они самостоятельно вкладывали свои средства.

Создание новых венчурных фондов, несмотря на значительный опыт деятельности венчурного капитала, продолжает оставаться достаточно сложной проблемой для всего мира, прежде всего вследствие несовершенства национальных законодательств как новых, так и развитых рынков капитала.

В некоторых странах Европейского союза, в частности в Великобритании, Нидерландах, Франции и других, национальные законодательства достаточно приспособлены для создания и функционирования венчурных структур. В других – инвесторам приходится использовать зарубежные юридические структуры.

И тем не менее практически повсеместно принята практика – регистрация как фондов, так и управляющих компаний в оффшорных зонах. Это позволяет максимально упростить процедуру оформления и помогает избегать сложных вопросов, связанных с двойным налогообложением доходов и прибыли.

Российское законодательство не содержит нормативных актов, прямо регулирующих деятельность венчурных фондов и компаний. Все действующие на территории России и работающие извне фонды Европейского банка реконструкции и развития и фонды долевого участия в малом предпринимательстве постоянно в своей работе сталкиваются с разнообразными проблемами как на федеральном, так и на местном уровнях.

5.7. Ипотечное кредитование

Широкое использование кредита является необходимым условием нормального функционирования экономики любого государства и невозможно без серьезного обеспечения интересов кредитора. Наиболее эффективно эти интересы могут быть защищены посредством использования сторонами залога недвижимости (ипотеки), поскольку:

- недвижимость сравнительно мало подвержена риску гибели или внезапного исчезновения, а ее наличие легко проверяется;
- недвижимость обладает осложненной оборотоспособностью (связанной с необходимостью регистрации сделок с ней в государственных органах), что позволяет кредитору легко проконтролировать либо вообще запретить ее отчуждение;
- стоимость недвижимости имеет тенденцию к постоянному росту, что дает кредитору гарантии полного погашения задолженности;
- высокая стоимость недвижимости и риск ее потери являются мощным стимулом, побуждающим должника к точному и своевременному исполнению своих обязательств.

Ипотека – это предоставление ссуды под залог недвижимости.

К недвижимому имуществу, которое является предметом ипотечного обязательства, относятся земельные участки, участки недр, обособленные водные объекты, леса, многолетние насаждения, здания, сооружения и все, что прочно связано с землей, т.е. объекты, перемещение которых без несоразмерного ущерба их назначению невозможно.

В залог не принимаются особо охраняемые земельные участки, муниципальное и государственное имущество, а также имущество, в отношении которого факт приватизации признан недействительным.

Но наибольший интерес представляет ипотечное кредитование жилья, так как жилье в рыночной экономике – наиболее представительный индикатор роста, отражающий динамику развития различных секторов экономики и уверенность населения в своем будущем, в будущем страны в целом.

В настоящее время в стране созданы все предпосылки, как на федеральном, так и региональном уровнях, для начала реализации системы ипотечного жилищного кредитования:

- приватизировано 55% жилья, что составляет около 1 млрд кв. м жилого фонда общей стоимостью не менее 300 млрд долл. и создает основу формирующегося вторичного рынка жилья;
- приняты Федеральные законы «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним» и «Об ипотеке (залоге недвижимости)», закладывающие правовую базу для функционирования системы ипотечного кредитования;
- Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг с участием Госстроя России начата работа по разработке стандартов эмиссии долгосрочных ипотечных ценных бумаг;
- законодательно оформлена деятельность всех профессиональных субъектов ипотечного рынка (оценочных, риэлтерских, страховых компаний);
- Правительством РФ утверждена Федеральная целевая программа «Жилище» на 2002–2010 годы.

При ипотечном кредитовании займы предоставляются на длительный срок, который растягивает погашение кредита во времени, уменьшая, таким образом, размер ежемесячных выплат. При этом купленное жилье служит в качестве обеспечения займа (залога) и в случае неуплаты займа собственность изымается банком и продается, чтобы полностью расплатиться за кредит.

Основные участники ипотечного кредитования и их функции представлены в табл. 5.1.

Таблица 5.1

Функции и характеристики участников ипотечного кредитования

Основные участники ипотечного кредитования	Характеристика и функции участников ипотечного кредитования
Заемщики	Физические и юридические лица, обратившиеся за получением ипотечного кредита, квалифицированные кредитором как надежные и платежеспособные и на основании этого получившие ипотечный кредит, добровольно предоставляющие уже имеющееся у них в собственности и/или приобретаемое на средства кредита жилье в залог и способные внести авансовые платежи при приобретении жилья
Кредиторы	Банки и другие финансовые кредитные учреждения, предоставляющие ипотечные кредиты заемщикам на основании оценки их кредитоспособности и осуществляющие последующее обслуживание данных ипотечных кредитов
Продавцы жилья	Физические и юридические лица, продающие собственное жилье или жилье, принадлежащее другим физическим и юридическим лицам по их поручению
Риэлтерские организации	Лицензированные продавцы жилья, осуществляющие продажу жилья по поручению других участников рынка, из собственных жилищных фондов, а также участвующие в организации и проведении торгов по реализации жилья, на которое наложено взыскание
Страховые компании	Лицензированные страховые компании, осуществляющие страхование заложенного жилья, страхование жизни и трудоспособности заемщика и страхование гражданско-правовой ответственности участников ипотечного рынка
Оценочные агентства	Лицензированные страховые компании, осуществляющие независимую профессиональную оценку жилых помещений, являющихся предметом залога при ипотеке
Операторы вторичного ипотечного рынка	Юридические лица, осуществляющие выкуп ипотечных кредитов у первичных кредиторов и выпускающие на их основании ценные бумаги
Инвесторы	Юридические и физические лица, приобретающие ценные бумаги операторов вторичного ипотечного рынка (в основном институциональные инвесторы – пенсионные фонды, страховые компании)
Правительство	Регулирует первичный и вторичный ипотечные рынки, предоставляет поручительства инвесторам по ценным бумагам, участвует в управлении вторичного ипотечного рынка

Первичный рынок определяется взаимодействием заемщика и банка, а его инструментами являются собственно ипотечные кредиты.

Цепочка «банк – посредник – инвестор» составляет содержание вторичного ипотечного рынка, инструментами которого являются ценные бумаги, обеспеченные ипотечными кредитами.

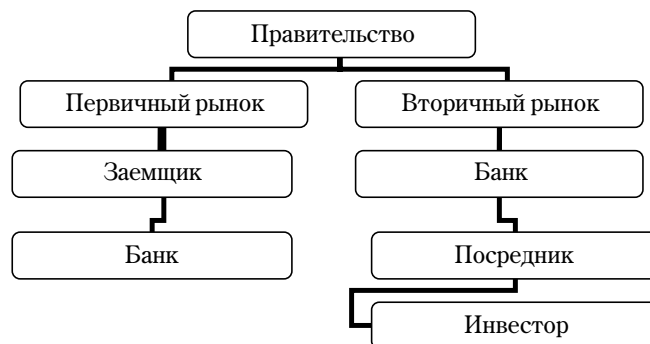


Рис. 5.2. Регулирование Правительством первичного и вторичного рынков

Выдачу банками ипотечных кредитов физическим лицам наравне со всеми прочими кредитами обычно называют традиционной моделью ипотечного кредитования (обычно кредиты выдаются на 10–20 лет). Это простейшая модель, основанная на использовании в качестве источника средств для выдачи кредитов банковских депозитов.

Модель вторичного ипотечного рынка чаще всего называют американской. Идея заключается в том, что банк, выдав ипотечный кредит, тут же продает ее специальной организации – кондиту и с момента продажи банк не несет никаких рисков по этому кредиту (в США из-за некоторых особенностей налогообложения практически все ипотечные кредиты выдаются на 30 лет).

Контрольные вопросы

1. Что выступает источниками собственных инвестиционных ресурсов организации?
2. Каковы преимущества финансирования за счет выпуска обыкновенных акций? Каковы недостатки этого источника средств?
3. Каковы основные преимущества долгосрочных долговых финансовых инструментов? Что является их основными недостатками?
4. Чем обусловлена необходимость процедур залога и поручительства при получении кредита?
5. В чем заключаются преимущества лизинга как метода финансирования инвестиционной деятельности?
6. Что представляют собой государственные централизованные капитальные вложения?
7. В чем заключается основная функциональная задача венчурного финансирования?
8. Каковы основные принципы организации венчурного финансирования?
9. Какие характерные особенности отличают финансирование инноваций от других видов инвестирования?
10. Какие существуют основные формы осуществления венчурного финансирования?
11. Использование каких организационных форм осуществляют крупные компании при реализации рискованных капиталовложений?
12. Что представляет собой организационная структура венчурного института?
13. Кто выступает основными участниками ипотечного кредитования? Каковы их характеристики и выполняемые функции?

Тема 6. ОРГАНИЗАЦИЯ ПОДРЯДНЫХ ОТНОШЕНИЙ В СТРОИТЕЛЬСТВЕ

6.1. Капитальное строительство и его роль в реализации капитальных вложений

Капитальное строительство – это процесс создания производственных и непроизводственных основных фондов путем строительства новых, расширения, реконструкции, технического перевооружения и модернизации действующих объектов. С помощью капитального строительства ведется реновация морально и физически изношенных основных фондов.

Капитальное строительство охватывает все стадии создания основных фондов – от проектирования до ввода их в действие.

Термин «капитальное строительство» используется в литературе и на практике в двух значениях:

- 1) как отрасль материального производства;
- 2) как вид производственной деятельности.

Основные признаки, характеризующие капитальное строительство как отрасль:

- 1) выпуск продукции определенного назначения;
- 2) общность технологических процессов;
- 3) наличие однородных предприятий;
- 4) наличие профессионального состава кадров.

Главным признаком отрасли является выпуск продукции определенного назначения.

Капитальное строительство как вид производственной деятельности – это выполнение комплекса работ, включающих:

- 1) возведение зданий путем сборки и монтажа отдельных строительных конструкций;
- 2) сооружение санитарно-технических устройств (водопровода, канализации, очистных сооружений и т.д.);
- 3) монтаж оборудования;
- 4) проектно-изыскательские работы;
- 5) работы по планировке и подготовке территорий для застройки.

Капитальному строительству как виду производственной деятельности присущи следующие отличительные признаки:

- сложность сооружаемых объектов;
- большие затраты материальных, трудовых и финансовых ресурсов;
- техническая и организационная сложность сооружаемых объектов;
- значительная длительность производственного цикла.

Строительство имеет свои характерные особенности, которые связаны со специфическими чертами, свойственными продукции строительства и производственному процессу строительства. Здания, сооружения, предприятия и другие объекты, являющиеся продукцией строительства, многообразны, сложны по конструкции, крупны по размерам и массе, что приводит к особенностям и разнообразию строительных работ.

Основные особенности строительного производства:

- 1) в отличие от промышленного производства в строительстве продукция неподвижна и используется там, где она создана, а перемещаются кадры и орудия их труда. Эта особенность обуславливает своеобразие организационных форм правления и правильное размещение строительных организаций с целью сведения к минимуму потерь времени и затрат на перемещение строительной техники и кадров с одной строительной площадки на другую;
- 2) процесс изготовления продукции строительства занимает продолжительный период, на долгое время вовлекает рабочую силу и средства производства в строительный процесс;
- 3) строительное производство связано со многими отраслями и предприятиями.

Все эти характерные для строительства особенности сказываются на организации и технологии строительного производства.

Особенностью строительства является его индустриализация – это одно из направлений научно-технического прогресса в строительной отрасли.

Индустриализация строительства – это превращение строительного производства в механизированный поточный процесс сборки и монтажа зданий и сооружений из имеющих максимальную заводскую готовность конструкций и блоков промышленного производства.

Важнейшие элементы индустриализации строительства:

- 1) развитие сборного строительства;
- 2) механизация и автоматизация строительного-монтажных работ;
- 3) внедрение передовой технологии и прогрессивных методов организации производства.

Роль капитального строительства в инвестиционном процессе заключается в следующем:

- 1) капитальное строительство участвует в освоении капитальных вложений (более 2/3 общей суммы капитальных вложений приходится на строительные-монтажные работы, проектно-изыскательские и прочие строительные работы, выполняемые строительными-монтажными организациями);
- 2) капитальное строительство обеспечивает рост основных фондов, производственных мощностей предприятия, способствуя развитию отраслей народного хозяйства;
- 3) обеспечивает применение на предприятии новой техники и технологий, способствует внедрению достижений НТП в производство;
- 4) обеспечивает условия ввода в действие заводов, фабрик, комбинатов, завершая общий процесс их создания;
- 5) играет важную роль в разработке современных экономических проектов с новым оборудованием, обеспечивая внедрение достижений НТП в инвестиционных проектах.

6.2. Участники процесса капитального строительства

Работы по строительству предприятий, объектов, сооружений выполняются либо непосредственно силами предприятий и хозяйственных организаций, осуществляющих капитальные вложения (хозяйственный способ строительства), либо специальными строительными и монтажными организациями по договорам с заказчиками (подрядный способ строительства).

При хозяйственном способе строительства на каждом предприятии создаются строительные подразделения, для них приобретают механизмы и оборудование, привлекают рабочих-строителей, формируют производственную базу.

Хозяйственный способ – это способ, при котором строительство и монтажные работы выполняют сами предприятия-застройщики (инвесторы), без привлечения подрядчиков. Такие предприятия, имеющие средства для строительства, создают собственную производственную базу – приобретают строительную технику, закупают материалы, обеспечивают предприятие рабочими и ИТР (инженерно-техническими работниками) по строительству, создают строительные подразделения: ОКС (отдел капитального строительства), строительные участки и цеха. Этот способ является эффективным при небольших объемах работ, когда использование подрядных организаций затруднено.

Подрядный способ означает, что работы по строительству выполняются созданными для этой цели строительными и монтажными организациями на основании договоров с заказчиками. Выполнение работ по договорам обеспечивает взаимный контроль заказчика и подрядчика, способствует более эффективному, экономному использованию материальных, трудовых и денежных ресурсов.

Подрядчик обязуется в установленный договором срок построить по заданию заказчика определенный объект либо выполнить иные строительные работы. Заказчик обязуется создать подрядчику необходимые условия для выполнения работ, принять их результат и произвести оплату по договору. При этом способе производства работ в строительстве участвуют как минимум две стороны – заказчик и подрядчик.

Заказчик – лицо, наделенное правами владения, пользования, распоряжения на период реализации инвестиций и в пределах полномочий, определенных инвестором, согласно договору (контракта).

Подрядчик – постоянно действующая строительная организация.

К выполнению монтажных и других специальных работ подрядчик при необходимости на договорных началах привлекает специальные монтажные организации, которые называются *субподрядными*.

Выбор подрядчиков осуществляется на конкурсной основе путем проведения *торгов*, которые по сравнению с прямыми двусторонними договорами создают условия конкуренции между подрядными строительными фирмами и позволяют заказчику выбрать наиболее выгодные предложения с точки зрения цены, коммерческих и технических условий.

На практике применяются две формы торгов:

- закрытые торги, когда заказчик для участия в торгах приглашает несколько уже известных ему фирм, из которых он выбирает ту, которая дает наиболее приемлемые для него предложения;
- открытые торги.

Торги проводятся согласно следующей процедуре организации.

Заказчик в открытой или закрытой форме уведомляет претендентов о своем намерении объявить торги на проектирование или строительство объекта, поставки оборудования и приглашает желающих принять участие. Документ с уведомлением называется *приглашением к торгам*.

К началу объявления торгов заказчик собственными силами или с помощью консультантов разрабатывает комплект документации, в котором излагаются основные идеи предмета торгов и характер коммерческих условий. Если речь идет о строительстве объекта, документация должна содержать детальное описание объекта, технические требования, необходимый объем материалов, коммерческие условия, проект контракта, что позволяет подрядчику правильно оценить стоимость строительства, а в дальнейшем (в случае присуждения подряда) составлять рабочую документацию и осуществлять строительство. Комплект такой документации называется *тендером*.

При объявлении торгов заказчик назначает точную дату рассмотрения предложений. Для этого создается тендерный комитет из независимых высококвалифицированных специалистов. Тендерная документация выкупается за определенную незначительную плату. При подаче документов в тендерный комитет для подтверждения серьезности своих намерений каждый претендент вносит залог, как правило, в среднем 2% суммы предложения. Если предложение отклоняется, то залоговая сумма претенденту возвращается.

В назначенные день и время вскрываются конверты с предложениями.

Принятие решения о присуждении заказа обычно занимает несколько месяцев, в течение которых изучаются предложения, оценивается кредитоспособность претендентов, их производственные возможности. Заявленная претендентом низкая цена не является гарантией того, что ему будет дано предпочтение. При рассмотрении предложений учитывают комплекс вопросов о коммерческом, финансовом, техническом состоянии претендента.

Фирма, получившая подряд по результатам торгов, заключает контракт с заказчиком, в котором оговариваются следующие моменты:

- стоимость, вид валюты, условия платежей;
- сроки выполнения работ;
- формы урегулирования споров;
- законодательные положения;
- различного рода санкции, виды страхования и особые условия.

Таким образом, при подрядном способе строительство ведется постоянно действующими организациями. Это обеспечивает условия для создания устойчивых кадров рабочих необходимой квалификации и оснащения строительных организаций современной техникой. Подрядные организации систематически накапливают производственный опыт и могут на высоком уровне выполнять строительные работы.

В процессе капитального строительства принимают участие также застройщики и проектировщики.

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.

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 генеральный подрядчик осуществляет авторский надзор.

Для выполнения подрядных строительномонтажных работ создаются постоянно действующие строительные организации, функционирующие на принципах хозяйственного расчета.

Строительные организации (акционерные общества, объединения, холдинги и т.д.) классифицируются по следующим признакам.

1. В зависимости от формы собственности:

- государственные;
- коллективные;
- частные.

2. В зависимости от характера выполняемых работ:

- общестроительные организации, занятые выполнением общестроительных работ;
- специализированные организации, выполняющие только отдельные виды строительномонтажных работ.

3. В зависимости от района деятельности:

- городские строительные организации, выполняющие работы в одном городе;
- тресты – площадки, ведущие работы на одной строительной площадке;
- территориальные строительные организации, осуществляющие работы в разных пунктах определенного района, области, края, республики.

Организационная структура строительных организаций определяется масштабами:

- специализации;
- концентрации;
- комбинирования строительного производства.

Специализация – одна из форм общественного разделения труда. Для строительства характерны два направления специализации:

- 1) отраслевая – специализация строительной организации на сооружении объектов для определенной отрасли народного хозяйства (жилых зданий, теплосетей, железнодорожных объектов, объектов дорожной инфраструктуры...);

- 2) технологическая – выполнение строительной организацией однородных видов работ (отделочные, монтажные, облицовочные...).

Комбинирование в строительстве заключается в объединении нескольких организаций и создании комбинатов (в жилищном строительстве – домостроительные комбинаты (ДСК)).

6.3. Планирование капитальных вложений

План капитальных вложений неразрывно связан с конечной целью строительного производства – вводом в действие производственных мощностей, вводом в эксплуатацию основных фондов и других объектов.

Основными показателями плана капитальных вложений являются:

- 1) план ввода в действие мощностей, в том числе расширение действующих и строительство новых предприятий;
- 2) ввод в эксплуатацию основных фондов;
- 3) объем капитальных вложений;
- 4) титульные списки строек и объектов.

Ввод в действие мощностей – главный показатель плана капитального строительства.

Ввод в действие мощностей отдельных объектов и предприятий предусматривается в планируемых показателях отдельно по каждому направлению.

Объект торговли сопровождается следующими показателями:

- розничная сеть – число магазинов и их мощность в квадратных метрах торговой площади;
- предприятия общепита – число предприятий и количество в них мест для посетителей;
- общие товарные склады – число складов и их мощность в квадратных метрах складской площади;
- холодильные установки – число холодильников и их емкость в тоннах.

По объектам промышленности – ввод в действие промышленных мощностей предусматривается в натуральных показателях отдельно по каждому направлению.

- хлебозаводы – количество тонн хлеба в сутки;
- консервные заводы – миллион условных банок в год;
- пивоваренные заводы и заводы безалкогольных напитков – тысяч литров в год;
- заводы железобетонных изделий – тысяч кубических метров продукции в год.

Размер ввода в действие мощностей и объектов на планируемый период определяется по расчетам с учетом максимально возможного использования действующих мощностей.

При разработке плана ввода в действие мощностей и предприятий необходимо предусматривать в первую очередь ввод мощностей за счет окончания строительства ранее начатых объектов, расширения предприятия, а затем вновь начинаемых строек.

Сроки ввода в действие мощностей и объектов определяются исходя из установленных норм продолжительности строительства, с которыми увязываются сроки поставки оборудования согласно договорам поставки.

Ввод в действие основных фондов планируется в денежном выражении. В план ввода в действие основных фондов включают:

- 1) стоимость законченных и вводимых в действие в плановом периоде объектов и предприятий;
- 2) стоимость вводимых в действие машин и оборудования, включая транспортные средства;
- 3) затраты на приобретение инвентаря и инструментов, относящихся к основным фондам.

План ввода в действие мощностей и основных фондов служит основанием для определения объема капитальных вложений.

Объем капитальных вложений определяется исходя из запланированного ввода в действие мощностей, предприятий, объектов и создания нормативных заделов, в которые должны укладываться заказчики.

В плане капитальные вложения определяются по отраслям деятельности с выделением размеров на техническое перевооружение и реконструкцию действующих предприятий.

Капитальные вложения подразделяются также по видам затрат на:

- 1) строительно-монтажные работы;
- 2) приобретение оборудования;
- 3) проектно-изыскательские работы;
- 4) прочие капитальные работы и затраты.

При разработке долгосрочного плана капитальных вложений объемы капитальных вложений определяются на основе нормативов капитальных удельных вложений на единицу вводимой мощности объекта и нормативов эффективности использования основных фондов.

Нормативы капитальных удельных вложений устанавливаются по отраслям хозяйственной деятельности, разрабатываются отдельно для нового строительства и для реконструкции и технического перевооружения действующих предприятий.

Рассчитанный с помощью этих нормативов объем капитальных вложений на долгосрочный период (несколько годовых планов) в последующем уточняется на основе более детальных планов, а также прямых расчетов по проектно-сметной документации.

Одним из важных документов капитального строительства являются титульные списки на строительство, которые готовятся одновременно с планом капитальных вложений.

Титульный список – это документ, в котором содержится перечень объектов, включенных в планы капитальных вложений, в них конкретизируются объекты, предусмотренные в планах капитальных вложений и капитального строительства.

Титульные списки составляются на все вновь начинаемые и переходящие стройки и объекты, которые подлежат строительству в планируемом периоде.

Титульный список содержит:

- 1) наименование объектов нового строительства (реконструкции);
- 2) место нахождения строящегося объекта;
- 3) год начала и окончания строительства;
- 4) проектную мощность строящегося объекта;
- 5) сметную стоимость;
- 6) объем капитальных вложений и строительно-монтажных работ;
- 7) ввод в действие производных мощностей и ОФ.

Титульные списки строек составляются на весь период строительства с разбивкой заданий по годам.

Новые объекты могут быть включены в титульные списки строительства только при наличии проектно-сметной документации на первую очередь строительства.

Титульные списки строек утверждаются руководителями организаций, утверждающими план капитальных вложений. Включение объектов в титульный список является разрешением на их строительство.

Титульный список – это неизменный плановый документ на весь период строительства, он является обязательным для заказчиков и подрядчиков.

Титульные списки строек считают плановыми документами при оформлении финансирования капитальных вложений.

На основе титульных списков строек при необходимости могут составляться внутривозвращаемые титульные списки для конкретизации титульных списков строек по объектам, они составляются заказчиком совместно с генеральным подрядчиком с целью распределения показателей плана капитальных вложений по отдельным объектам и затратам (для субподрядчиков) и утверждаются руководителем организации заказчика.

Контрольные вопросы

1. В чем специфика капитального строительства как отрасли материального производства?
3. Каковы особенности капитального строительства как вида производственной деятельности?
4. В чем заключаются особенности строительного производства?
5. Что представляет собой индустриализация строительства?
6. В чем заключается роль капитального строительства в инвестиционном процессе?
7. В чем специфика хозяйственного способа ведения строительно-монтажных работ?
8. Каковы особенности подрядного способа организации строительства?
9. Какие субъекты принимают участие в процессе капитального строительства?
10. В чем заключается процедура проведения подрядных торгов?
11. Что входит в состав тендерной документации?
12. Какова роль проектировщиков в капитальном строительстве?
13. По каким признакам классифицируются строительные организации?
14. Что относится к основным показателям плана капитальных вложений?
15. Что включается в план ввода в действие основных фондов?
16. Каково назначение титульного списка стройки?

Тема 7. ФИНАНСОВЫЕ ИНВЕСТИЦИИ

7.1. Финансовые рынки

Финансовый рынок – это совокупность механизмов, институтов и инструментов привлечения инвестиций в экономику путем установления необходимых контактов между теми, кто нуждается в средствах, и теми, кто хотел бы инвестировать избыточный капитал.

Финансовые рынки – это одновременная совокупность: 1) систем продаж и 2) количества продаж финансовых активов.

Финансовый актив – это определенного типа имущество, обладающее стоимостью, которое потенциально может быть обращено в наличные деньги. К финансовым активам относятся: валюта (иностранная валюта), акции, облигации, опционы, фьючерсы, депозитные сертификаты, банковские вклады и кредиты, государственные долговые обязательства, драгоценные металлы – золото и серебро, дебиторская задолженность, антиквариат и наличные деньги.

По своей экономической природе финансовые активы – это права на доход, извлекаемый с помощью реальных активов, таких как земля, здания, сооружения, технологии, предприятия. Операции с финансовыми активами не создают (не увеличивают) ВВП. Они только перераспределяют (т.е. вторично распределяют) уже созданную в производстве стоимость дохода между субъектами финансового рынка. Поток благ и услуг в экономике, в годовом измерении называемый валовым внутренним продуктом (ВВП), создается реальными активами.

Таким образом, финансовый актив – имущественное право обратить в деньги доход, который образуется вне сферы финансового рынка – в сфере производства товаров и услуг.

Системы продаж – это условия заключения сделок купли-продажи финансовых активов, технологически совершаемые на фондовых биржах, внебиржевых торговых площадках, электронных торгах, валютных биржах, биржах драгоценных металлов – золота и серебра, на межбанковских торгах краткосрочных кредитов, на прямых торгах между предприятиями.

Количества продаж – это суммы сделок купли-продажи финансовых активов в системах продаж за определенный период времени (день, месяц, квартал, полугодие, год).

Таким образом, финансовые рынки – это совокупность сумм сделок купли-продажи финансовых активов в системах продаж за единицу времени.

Различают следующие разновидности финансовых рынков:

- *рынок капиталов*, где продаются и покупаются долгосрочные финансовые инструменты (более одного года). Выделяют пять сегментов рынка капиталов: *рынок долгосрочных ценных бумаг с фиксированным доходом* – продаются и покупаются облигации; *фондовый рынок* – акции; *рынок фьючерсов* – фьючерсные контракты на валюты и «индексы акций» (Доу-Джонса, Насдак и др.) и фьючерсные контракты (обязательства) на покупку или продажу определенного актива по заранее обусловленной цене в указанный момент времени; *рынок опционов* – продаются и покупаются контрактные права (но не обязанности) купить или продать определенный актив по заранее установленной цене в течение оговоренного срока; *рынок драгоценных металлов*, где продаются и покупаются золото и серебро;

- *рынок денег* или денежный рынок, где продаются и покупаются краткосрочные финансовые инструменты (менее одного года). Выделяют два сегмента рынка денег: *рынок краткосрочных кредитов* (в том числе однодневных), где продаются и покупаются краткосрочные кредиты и краткосрочные высоколиквидные низкорисковые долговые инструменты; *рынок наличной валюты* – продаются и покупаются «в розницу» (в обменных пунктах) валюты разных стран.

Финансовые рынки являются одной из составляющих финансовой системы экономики. Другие составляющие этой системы представлены государственными финансами, сетью финансовых институтов (центральной и сберегательными банками, коммерческими банками, пенсионными и инвестиционными фондами, страховыми и финансовыми компаниями) и финансами предприятий.

Функционирование финансовых рынков обусловлено необходимостью эффективного перетока капиталов между потребителями инвестиционных ресурсов и их поставщиками.

В качестве потребителей инвестиционных ресурсов выступают предприятия и государство, в ситуации, когда они неспособны покрывать текущие расходы и капиталовложения за счет накоплений и собственных текущих доходов. Тогда возникает потребность во «внешнем финансировании». Если инвестиции производственного субъекта рынка в реальные активы превышают его собственные сбережения, то такой перерасход может финансироваться либо займом, либо выпуском (продажей) акций. Не будь других финансовых активов, кроме собственных, субъекты рынка могли бы

инвестировать не больше, чем ими накоплено денег, и многим пришлось бы отложить или отказаться от значительных и эффективных для экономики в целом инвестиционных проектов. При этом в целом финансировались бы не самые лучшие для экономики проекты, а те, для которых у субъекта есть ликвидные средства, т.е. капитал использовался бы с меньшей коммерческой эффективностью.

Поставщиками инвестиционных ресурсов являются субъекты рынка, сбережения которых превышает инвестиции (как правило, население, инвестиционные компании). Поставщик инвестиционных средств должен иметь желание предоставить заем или купить акции (вспомним, что банки, инвестиционные фонды и другие финансовые посредники оперируют не своими деньгами, а деньгами клиентов – предприятий и домохозяйств). Иначе говоря, взаимодействие возможно, если один субъект рынка будет гарантировать другому некоторое вознаграждение за временно предоставляемую сумму – процентную ставку.

В целом по экономике субъекты рынка с избыточными сбережениями – у них сбережения превышают инвестиции – предоставляют капитал субъектам рынка с недостаточными сбережениями – у них объемы предполагаемых необходимых инвестиций в реальные активы превышают сбережения. Этот обмен капиталами совершается с помощью финансовых инструментов – ценных бумаг.

При обмене финансовыми активами на финансовом рынке появляются посредники, функция которых проявляется в обеспечении заключения сделки между субъектами рынка с недостатком и с избытком капитала. В результате обмен капиталами происходит с меньшими издержками и для субъектов рынка, и для экономики в целом. Встреча конечного инвестора – предприятия и конечного владельца инвестиционных ресурсов происходит на основе принципа наименьших затрат. Интерес посредников выражается в вознаграждении за свои услуги в виде «процента на процент», выплачиваемый сторонами сделки.

Посредниками на финансовых рынках являются: биржи, брокеры, дилеры, внебиржевые торговые площадки, инвестиционные банки и фонды, финансовые компании, другие финансовые институты.

Таким образом, назначение финансовых рынков в экономике – распределение накоплений на инвестиции между конечными их потребителями.

Лучшая эффективность движения потока сбережений в экономике обеспечивается существованием первичного и вторичного рынков финансовых активов. *Первичный рынок* – это совокупность сумм сделок купли-продажи первичных выпусков – эмиссий акций и облигаций производственных предприятий в единицу времени. Предприятия могут сами продавать впервые выпущенные ценные бумаги (эмитированные) либо делать это с помощью посредников – инвестиционных банков и фондов, финансовых компаний. На первичном рынке средства–сбережения движутся от их владельцев к конечным пользователям.

Вторичный рынок – это когда свободно продаются и покупаются уже размещенные, выпущенные ценные бумаги, это совокупность сумм сделок перепродажи финансовых активов на биржах и иных торговых площадках в единицу времени. Существованием вторичного рынка ценных бумаг достигается ликвидность выпущенных предприятиями акций и облигаций, что означает: если в будущем покупателю акций и облигаций потребуете продать ценную бумагу, у него будет возможность (но не безусловность) сделать это через биржу или иным способом. Наличие вторичного рынка ценных бумаг укрепляет, таким образом, первичный рынок финансовых активов и способствует экономии издержек движения потока сбережений в экономике.

Состояние финансового рынка и экономические возможности инвесторов определяют выбор инвесторами инвестиционной стратегии. Портфельное инвестирование в качестве стратегии операций на финансовом рынке обладает рядом особенностей и преимуществ перед прочими способами вложения капитала на финансовом рынке.

Под *инвестиционным портфелем* с позиций рынка понимается определенная совокупность ценных бумаг, принадлежащих физическому или юридическому лицу либо юридическим или физическим лицам на правах долевого участия, выступающая как целостный объект рыночного функционирования и управления. На развитом фондовом рынке портфель ценных бумаг – это самостоятельный продукт, и именно его продажа целиком или долями удовлетворяет потребности инвесторов при осуществлении вложений средств на фондовом рынке. Обычно на рынке продается некое инвестиционное качество в виде портфеля ценных бумаг с заданным соотношением «доходность/риск», которое в процессе управления портфелем может быть улучшено. Портфельное инвестирование на финансовом рынке позволяет оценивать, планировать, контролировать конечные результаты инвестиционной деятельности в различных секторах финансового и фондового рынков.

Все вложения на финансовом рынке, наряду с любыми другими операциями с капиталом или на иных рынках, делаются в расчете на предполагаемый и ожидаемый в будущем доход. Так как вложения осуществляются в условиях некоторой неопределенности, то любому вложению в финансовые активы сопутствует риск, как, впрочем, и любому другому бизнес-процессу. Обратной стороной ожидаемой доходности инвестиций всегда является возможный риск ее не получить.

Риск на финансовом рынке – это вероятность неполучения ожидаемого дохода от вложений в ценные бумаги: и ни о чем другом речь не идет – только о величине ожидаемой доходности. При этом, с одной стороны, фактическое превышение дохода над ожидаемым также относится к понятию риска, а с другой – существует вероятность неполучения дохода и риск потери вложенных средств.

На финансовом рынке фирмы и частные агенты рынка подвержены воздействию общих для всех источников риска, и самая широкая диверсификация (разнообразие выбора вложений) не избавляет от риска полностью. Кроме того, риски непостоянны во времени. На них влияют колебания делового цикла, изменения налоговой и денежной ситуаций и другие факторы. Риск, остающийся после выполнения корпоративным или частным инвестором диверсификации своих вложений, называется *рыночным риском* для инвестора. Его также называют *недиверсифицируемым риском* или *систематическим рыночным риском*. Риск, который можно устранить путем диверсификации, называют *специфическим* для инвестора риском, его также именуют *несистематическим риском* или *диверсифицируемым риском*.

Между риском и доходностью инвестиций в ценные бумаги на финансовых рынках существует прямо пропорциональная зависимость: чем выше ожидаемая (предполагаемая) доходность актива, тем выше риск, и наоборот, чем выше предполагаемый риск актива, тем выше компенсация за риск в виде повышенной доходности. Инструменты инвестирования характеризуются различным уровнем риска и доходности. Так, например, облигации являются консервативным, малорисковым инструментом с невысокой доходностью. Вложения в акции характеризуются, как правило, доходностью, в несколько раз превышающей доходность по облигациям, но они сопряжены с повышенным уровнем риска. Поэтому на финансовом рынке для вложений с более высоким риском, чем среднерыночный риск, присутствует *премия за риск* – дополнительная прибыльность, ради которой инвестор согласится на более рискованное вложение.

7.2. Инструменты рынка ценных бумаг

В соответствии с ГК РФ *ценной бумагой* является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении.

Существующие в современной мировой практике ценные бумаги делятся на два больших класса:

- основные ценные бумаги;
- производные ценные бумаги.

Основные ценные бумаги – это ценные бумаги, в основе которых лежат имущественные права на какой-либо актив, обычно на товар, деньги, капитал, имущество, различного рода ресурсы.

Основные ценные бумаги, в свою очередь, можно разбить на две подгруппы: первичные и вторичные ценные бумаги.

Первичные ценные бумаги основаны на активах, в число которых не входят сами ценные бумаги. Это, например, акции, облигации, векселя, залладные и др.

Вторичные ценные бумаги – это ценные бумаги, выпускаемые на основе первичных ценных бумаг; это ценные бумаги на сами ценные бумаги: warrants на ценные бумаги, депозитарные расписки и др.

Производная ценная бумага – это бездокументарная форма выражения имущественного права (обязательства), возникающего в связи с изменением цены лежащего в основе данной ценной бумаги биржевого актива, т.е. ценная бумага на какой-либо ценовой актив. К производным ценным бумагам относятся: фьючерсные контракты (товарные, валютные, процентные, индексные и др.) и свободно обращающиеся опционы.

Основными видами ценных бумаг с точки зрения их экономической сущности являются следующие.

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

Акция обладает следующими свойствами:

- акция – это титул собственности, т.е. держатель акции является совладельцем акционерного общества с вытекающими из этого правами;
- она не имеет срока существования, т.е. права держателя акции сохраняются до тех пор, пока существует акционерное общество;
- для нее характерна ограниченная ответственность, так как акционер не отвечает по обязательствам акционерного общества;
- для акции характерна неделимость, т.е. совместное владение акцией не связано с делением прав между собственниками, все они выступают как одно лицо;
- акции могут расщепляться и консолидироваться.

Акции можно классифицировать:

- 1) в зависимости от порядка владения акцией: *именные* и *на предъявителя*;
- 2) в зависимости от объема прав: *обыкновенные* и *привилегированные* (преференциальные).

В свою очередь, привилегированные акции делятся на *кумулятивные* и *конвертируемые*.

Сертификаты на акции – документы, которые удостоверяют размер собственности акционера.

Покупая акции, акционер должен получить на них сертификат.

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.

Облигацию можно рассматривать как:

- долговое обязательство эмитента;
- источник финансирования расходов бюджетов, превышающих доходы;
- источник финансирования инвестиций акционерных обществ;
- форму сбережений средств граждан и организаций и получения ими дохода.

Основываясь на различных отличительных признаках облигаций, их можно классифицировать по нескольким признакам:

1. В зависимости от эмитента различают облигации:

- государственные;
- муниципальные;
- корпораций;
- иностранные.

2. В зависимости от сроков, на которые выпускается займ, выделяют две большие группы:

- облигации с некоторой оговоренной датой:
 - краткосрочные;
 - среднесрочные;
 - долгосрочные;
- облигации без фиксированного срока погашения.

3. В зависимости от порядка владения облигации могут быть:

- именные;
- на предъявителя.

4. По характеру обращения облигации бывают:

- неконвертируемые;
- конвертируемые, предоставляющие ее владельцу право обменивать их на акции того же эмитента.

Вексель – это безусловное письменное долговое обязательство строго установленной законом формы, дающее ее владельцу (векселедателю) беспорное право по наступлении срока требовать от должника уплаты обозначенной в векселе денежной суммы.

Закон различает два основных вида векселей: простые и переводные.

Простой вексель (соло-вексель) представляет собой письменный документ, содержащий простое и ничем не обусловленное обязательство векселедателя (должника) уплатить определенную сумму денег в определенный срок и в определенном месте получателю средств или его приказу.

Переводной вексель (тратта) – это письменный документ, содержащий безусловный приказ векселедателя (кредитора) плательщику об уплате указанной в векселе денежной суммы третьему лицу или его приказу.

В свою очередь, простые и переводные векселя делятся на процентные и дисконтные.

Процентные векселя – это векселя, на вексельную сумму которых начисляются проценты.

Дисконтные векселя – это векселя, которые выписываются и продаются с дисконтом (скидкой).

Кроме вышеназванных основных первичных ценных бумаг различают еще и такие, как банковский сертификат о депозитном или сберегательном вкладе, чек, коносамент. К вторичным ценным бумагам можно отнести варранты. Примером производных ценных бумаг служат опционы и фьючерсы.

7.3. Инвестиционные качества ценных бумаг и их оценка

При оценке степени инвестиционного риска тщательно изучаются такие инвестиционные качества ценных бумаг, как надежность, ликвидность и доходность. Особое внимание уделяется деловым качествам, репутации эмитента, его специализации и перспективности бизнеса, которым он занимается.

Важным методом оценки финансового риска является комплексный анализ финансового состояния предприятия, диагностика его финансовой устойчивости и платежеспособности. В последнее время большое распространение получил экспресс-анализ финансового состояния предприятия. Его цель – оценить в целом финансовое положение и динамику, тенденции развития предприятия.

Финансовое состояние оценивают на основе баланса предприятия и отчета о финансовых результатах и их использовании. Прежде всего обращают внимание на размещение и использование средств (активов), источники их формирования (собственный капитал и обязательства, т.е. пассивы). Однако бухгалтерская отчетность отражает финансовое состояние предприятия только на фактическую дату ее составления, но не позволяет представить полную картину условий, факторов и причин, обусловивших это состояние. Поэтому для уточнения реального положения предприятия используют факторный анализ, исследуют финансовую устойчивость предприятия. Широко применяется моделирование.

Каждый специалист может выполнить экспертную оценку финансового риска предприятия и на основе общераспространенных показателей эффективности: рентабельности, оборачиваемости фондов, фондоотдачи, затрат на рубль произведенной продукции (работ, услуг). Общая оценка финансового риска акционерного общества возможна на основе анализа коэффициентов текущей ликвидности и финансовой устойчивости. Этот анализ базируется на первичной отчетности – балансе предприятия и справках к нему.

В отдельных случаях целесообразно выполнять факторный анализ риска вложений в ценные бумаги. Необходимо осуществлять также оценку финансовых возможностей отдельных видов ценных бумаг.

Облигации обеспечивают сохранность сбережений и фиксированный доход и поэтому представляют интерес для осторожных инвесторов, стремящихся сохранить свой капитал и получать на него пусть небольшой, но гарантированный доход. Акции при благоприятной рыночной конъюнктуре могут быть реализованы по курсовой цене, в несколько раз превышающей цену их приобретения. Однако при ухудшении финансового положения акционерного общества падает не только курс акций, но и сокращается или сводится к нулю размер дивидендов по ним. Акции привлекательны для инвесторов, готовых идти на риск, сыграть на курсовой разнице цены покупки и продажи бумаг. Депозитные сертификаты в условиях инфляции – наиболее надежное средство сохранения капитала из-за краткосрочности займа и достаточно высоких процентов по нему.

Анализ ценных бумаг выделяется отдельной дисциплиной. В рамках этой дисциплины появилось немало школ, применяющих различные подходы.

Наиболее представительными из школ являются следующие:

1. *Фундаментальная школа анализа*. Странники этой школы ставят во главу угла доскональное изучение балансов, отчетов о прибылях и убытках и другой финансовой отчетности, публикуемой корпорацией. Они тщательно изучают показатели финансовой деятельности компании, анализируют состояние рынков, на которые данная компания выходит со своей продукцией. Прогнозируя на этой основе состояние дел в фирме, аналитики делают выводы: занижена или завышена цена акций данной компании по сравнению с действительной стоимостью. Цель данного анализа – выявить «недооцененные» ценные бумаги.

2. *Школа технического анализа*. Странники этой школы исходят из того, что в биржевых курсах уже отражены все сведения, которые лишь впоследствии публикуются в отчетах фирм и становятся объектом по существу утратившего смысл фундаментального анализа. Главным объектом их изучения является анализ спроса и предложения ценных бумаг. Они пытаются установить не ценность бумаги определенной корпорации, а общие тенденции на рынке и, исходя из этого, рекомендуют принятие того или иного инвестиционного решения.

Осуществляя финансовые инвестиции, держатель ценных бумаг преследует одну цель – получить доход, приумножить капитал или хотя бы сохранить его на прежнем уровне, что особенно актуально в условиях инфляции. Инвестируя сбережения, покупатель финансового актива отказывается от какой-то части материальных благ в надежде укрепить свое благополучие в будущем. В то же время всегда существует вероятность того, что эмитент не сможет выкупить облигации, когда подойдет срок погашения займа, а акционерное общество обанкротится или не сможет выплатить дивиденды по акциям. Важнейшее правило инвестирования заключается в том, что прибыль от вложений в ценные бумаги прямо пропорциональна риску, на который готов идти инвестор.

Известны различные виды доходности финансовых активов, связанные между собой несложными алгоритмами, причем любой показатель доходности можно рассчитать в двух оценках: *фактической*, которая рассчитывается по статистическим данным на основе статистико-математических методов и используется в портфельном анализе; и *ожидаемой*, которая рассчитывается по прогнозным данным на основе дисконтных методов и используется для принятия решений о покупке/продаже данного актива.

Модели оценки акций и облигаций позволяют определить *ожидаемую стоимость*, или *текущую рыночную стоимость ценных бумаг*. Цена любого финансового актива всегда равна приведенной стоимости всех будущих денежных потоков, создаваемых данным активом.

Так, в случае облигации с нулевым купоном создается только один будущий денежный поток, равный ее номинальной стоимости. Приведенная стоимость такой облигации (ее текущая рыночная цена) рассчитывается по формуле:

$$P_0 = \frac{M}{(1+d)^n},$$

где P_0 – текущая рыночная цена облигации;

M – номинал облигации;

d – ставка дисконта, т.е. необходимый для инвестора годовой уровень дохода на облигации;

n – число лет до срока погашения.

Но большая часть облигаций – это купонные облигации. По ним обычно раз в год производятся купонные выплаты, а в срок погашения они гасятся по номиналу. Текущая рыночная цена таких облигаций рассчитывается по формуле:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+d)^t} + \frac{M}{(1+d)^n},$$

где C – ежегодный платеж (процент), который равен произведению номинала облигации (M) на купонную ставку (CR):

$$C = M \times CR.$$

Если купонные выплаты по облигации осуществляются чаще, чем один раз в год – (m) раз в году, то текущая рыночная цена таких облигаций рассчитывается по формуле:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n \times m} \frac{C}{\left(1 + \frac{d}{m}\right)^t} + \frac{M}{(1+d)^n}.$$

Для бессрочных купонных облигаций – консолей (не имеющих срока погашения) – текущая рыночная цена рассчитывается по формуле:

$$P_0 = \frac{C}{d}.$$

Возможно, наиболее широко применяемым показателем в отношении облигаций является ставка общего дохода по облигации на момент погашения *yield to maturity*, (YTM), ее также называют внутренней ставкой доходности при погашении. YTM – это ставка дисконта, которая соотносит значения приведенной стоимости всех будущих выплат по облигации и ее текущую цену; другими словами, YTM – это (d) в формулах текущих рыночных цен облигации. К сожалению, выразить (d) из большинства уравнений трудно. Существует формула приблизительного дохода на момент погашения, которая имеет следующий вид:

$$YTM \approx \frac{C + \frac{(M - P_0)}{n}}{\frac{(M + P_0)}{2}},$$

где n – число лет, оставшихся до погашения облигации.

Для отзывных облигаций помимо показателя YTM можно рассчитать показатель доходности досрочного погашения yield to call (YTC):

$$YTC \approx \frac{C + \frac{(P - P_0)}{n}}{\frac{(P + P_0)}{2}},$$

где P – цена выкупа (досрочного погашения).

В случае акций будущий денежный поток создается дивидендными выплатами. Приведенная стоимость акции (ее текущая рыночная цена) рассчитывается с помощью модели Гордона (предполагается, что дивиденды возрастают равномерно):

$$P_0 = \frac{D_1}{(d - g)},$$

где P_0 – ожидаемая стоимость акции;

D_1 – ожидаемый дивиденд в наступающем году;

d – требуемая норма прибыли;

g – темп прироста дивидендов.

Ожидаемая общая доходность акции равна сумме ожидаемых значений дивидендной доходности и капитализированной доходности.

Статистико-математические методы на основе статистических данных о доходности активов за ряд периодов времени позволяют получить *фактические оценки* таких инвестиционных качеств ценных бумаг, как доходность и риск.

Данные методы рассматривают доходность ценной бумаги как случайную величину, подчиняющуюся закону нормального распределения вероятностей. Нормальное вероятностное распределение характеризуется двумя моментами (статистическими показателями): *математическим ожиданием* и *стандартным отклонением*.

Так, *доходность ценной бумаги* оценивается на основе статистических значений доходности за ряд периодов времени с помощью формулы математического ожидания:

$$\bar{R} = \frac{\sum_{i=1}^T R_i}{T},$$

где R_i – значение доходности ценной бумаги в период времени i ;

T – количество периодов времени, количество «наблюдений» или размер выборки.

Риск ценной бумаги оценивается на основе статистических значений доходности за ряд периодов времени с помощью формулы стандартного отклонения:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^T (R_i - \bar{R})^2}{(T - 1)}}.$$

Точность (статистическая достоверность) оценок доходности и риска ценной бумаги прямо пропорционально зависит от размера выборки (T) (количества наблюдаемых данных о доходности ценной бумаги). Чем больше выборка, тем более точны получаемые оценки, поскольку влияние случайных колебаний доходности ценной бумаги в отдельные периоды времени оказывают меньшее влияние на итоговый результат.

Теория статистики показывает, что для получения достоверных оценок необходимо от 60 до 100 наблюдений. На практике такие оценки удобно использовать для ценных бумаг, котируемых на

фондовых рынках, в силу доступности информации о котировках ценных бумаг за весь период их торгов на рынке, с любым интервалом времени (минута, час, день, неделя, месяц и т.д.).

Оценкой финансовых инструментов также занимаются профессиональные компании, часто предоставляющие свои оценки в виде рейтингов.

Рейтинг ценных бумаг – система условных показателей оценки ценных бумаг по степени их надежности, разработанная специализированными рейтинговыми агентствами. Рейтинги используются инвесторами и аналитиками.

С начала 90-х годов облигациям присваиваются рейтинговые показатели, которые отражают вероятность непогашения долга эмитентом. Двумя крупнейшими агентствами по ранжированию облигаций являются «Moody's Investors Service» и «Standard & Poor's» (S&P). Варианты наименований рейтингов, присваиваемых облигациям этими агентствами, приведены в табл. 7.1, здесь рейтинги категорий «AAA», «AA», «A» и «BBB» – рейтинги инвестиционного класса, а рейтинги категорий «BB», «B», «CCC», «CC» и «C» – рейтинги, обладающие значительными спекулятивными характеристиками.

Риск непогашения облигаций с тремя или двумя буквами А крайне низок – они безопасны для инвесторов. Облигации, рейтинг которых измеряется одной буквой А и тремя В, достаточно сильны для того, чтобы отнести их к бумагам инвестиционного уровня, и это самый низкий возможный рейтинг для тех облигаций, которые по закону разрешено приобретать банкам и другим институциональным инвесторам. Облигации с двумя В и ниже являются спекулятивными.

Рейтинги ценных бумаг агентств осуществляются на основании анализа финансового положения компании и ее платежеспособности. Дополнительно агентство «Moody's» использует знаки «1», «2» и «3» для установления рейтинга внутри категории: категория Aaa1 является наивысшей.

Таблица 7.1

Сравнение рейтингов облигаций

«Moody's»	«S&P»	Характеристика облигаций
Aaa	AAA	Очень высокая способность своевременно и полностью выполнять свои долговые обязательства; самый высокий рейтинг
Aa	AA	Высокая способность своевременно и полностью выполнять свои долговые обязательства
A	A	Умеренно высокая способность своевременно и полностью выполнять свои долговые обязательства, однако большая чувствительность к воздействию неблагоприятных перемен в коммерческих, финансовых и экономических условиях
Baa	BBB	Достаточная способность своевременно и полностью выполнять свои долговые обязательства, однако более высокая чувствительность к воздействию неблагоприятных перемен в коммерческих, финансовых и экономических условиях
Ba	BB	Вне опасности в краткосрочной перспективе, однако более высокая чувствительность к воздействию неблагоприятных перемен в коммерческих, финансовых и экономических условиях
B	B	Более высокая уязвимость при наличии неблагоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий, однако в настоящее время имеется возможность исполнения долговых обязательств в срок и в полном объеме
Saa	CCC	На данный момент существует потенциальная возможность невыполнения эмитентом своих долговых обязательств; своевременное выполнение долговых обязательств в значительной степени зависит от благоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий
Sa	CC	В настоящее время высокая вероятность невыполнения эмитентом своих долговых обязательств
C	C	В отношении эмитента возбуждена процедура банкротства или предпринято аналогичное действие, но платежи или выполнение долговых обязательств продолжаются
–	SD	Выборочный дефолт по данному долговому обязательству при продолжении своевременных и полных выплат по другим долговым обязательствам
–	D	Дефолт по долговым обязательствам

Рейтинг облигаций важен и эмитентам, и заемщикам. Рейтинговая оценка выражает связанный с ценной бумагой риск, а следовательно, и доходность. Большинство облигаций приобретается финансовыми институтами, которые не имеют права приобретать облигации с рейтингом ниже инвестиционного уровня. Таким образом, если оценка облигаций некоторой фирмы ниже «BBB», то тогда будет трудно разместить новые облигации, поскольку потенциальные инвесторы не будут иметь право купить эти ценные бумаги.

Рейтинги агентства Standard & Poor's, присваиваемые обыкновенным акциям:

- высший уровень: A+;
- средний уровень: A, A-, B+;
- низкий уровень: B, B-;
- самый низкий: C;
- компания реорганизуется: D.

Хотя присваиваемые рейтинговые оценки субъективны, они основаны как на качественных характеристиках (например качество управления), так и на количественных факторах (например соотношение собственных и заемных средств эмитента, коэффициент покрытия процентов к уплате доходами компании и т.д.). В теории и практике рынка ценных бумаг не существует специальной формулы для вычисления рейтинга фирмы, для этого учитываются многие факторы. Поэтому существует направление статистических исследований, которое позволяет предсказывать рейтинги облигаций на основе анализа числовых данных.

7.4. Формирование инвестиционного портфеля

В соответствии с портфельной теорией, *инвестиционный портфель* (иначе говорят, «портфель активов», «портфель ценных бумаг») – это комбинация двух и более активов или ценных бумаг, находящихся во владении инвесторов – предприятий и частных лиц.

Портфель не является любым набором любых ценных бумаг из всего множества возможностей. Портфель – это вполне определенный набор комбинаций активов, а именно: одних активов с высокой доходностью, но низкой ликвидностью, других – с низкой доходностью, но высокой ликвидностью. Ценные бумаги комбинируются именно так по той причине, что при этом снижается общий риск всей комбинации активов в сравнении с тем риском, который присущ каждому из этих активов по отдельности. Портфель может обеспечить инвестору минимальный риск при заданном уровне ожидаемой в будущем доходности или максимальную ожидаемую доходность при заданной степени риска.

С институциональных позиций и позиций собственности под инвестиционным портфелем понимается некоторая комбинация ценных бумаг, принадлежащих физическому или юридическому лицу (либо юридическим или физическим лицам) на правах долевого участия, выступающая как целостный объект функционирования и управления. Портфельное инвестирование обладает рядом особенностей и преимуществ перед прочими видами вложения капитала на развитом фондовом рынке. *Портфель ценных бумаг* – это самостоятельный продукт и именно его продажа целиком или долями удовлетворяет объективную потребность инвесторов при осуществлении вложений средств на фондовом рынке. Таким образом, на финансовом рынке в виде портфеля как товара продается некое инвестиционное качество с заданным соотношением «Доходность /Риск», которое в процессе управления портфелем может быть улучшено.

Основной признак портфельного инвестирования – улучшение условий инвестирования путем придания набору ценных бумаг таких инвестиционных характеристик, которые недостижимы с позиции отдельно взятой ценной бумаги и возможны только при их комбинации. Только в процессе формирования портфеля финансовых активов достигается новое инвестиционное качество с заданными характеристиками.

Под *управлением портфелем* понимается применение к комбинации различных видов ценных бумаг определенных методов и технологических возможностей, которые позволяют достичь ожидаемого уровня дохода, обеспечить инвестиционную направленность портфеля. Иначе говоря, процесс управления означает направленность на сохранение основного инвестиционного качества портфеля и тех свойств, которые соответствовали бы экономическим интересам его держателя.

Формирование портфеля ценных бумаг означает определение конкретных видов активов для вложения средств, а также пропорций распределения инвестируемого капитала между этими активами. При этом инвестор сталкивается с проблемами селективности (выбора отдельных видов активов), выбора времени операций (прогнозирования изменения уровня цен на акции по сравнению с ценами для инструментов с фиксированным доходом) и диверсификации (минимизирования риска портфеля при определенных ограничениях).

Портфель предлагает диверсификацию (разнообразие) вложений в активы или ценные бумаги в целях уменьшения их риска с целью избежать серьезных потерь ожидаемой доходности в случае спада, охватившего лишь один из секторов экономики.

Например, для того чтобы был диверсифицированным портфель государственных краткосрочных облигаций и казначейских обязательств необходима диверсификация между разными сериями этих ценных бумаг, а в случае корпоративных ценных бумаг – между акциями различных эмитентов. Также возможна отраслевая и региональная диверсификация – между ценными бумагами эмитентов разных отраслей экономики и регионов страны.

Как правило, типичный портфель для разных категорий инвесторов представляет собой определенный набор из корпоративных акций, облигаций с различной степенью обеспечения и риска, а также из бумаг с фиксированным доходом, гарантированных государством, т.е. с минимальным риском потерь по текущим поступлениям. Запас ликвидных активов (легко подверженных продаже и покупке) составляет примерно около трети достаточно типичного портфеля, а инвестиции с целью получения прибыли – 2/3. Как правило, такая структура портфеля характерна, например, для крупного банка или частного инвестора, мелкие же банки и инвесторы имеют в своем типичном портфеле на 70% и более государственных и муниципальных ценных бумаг в целях снижения риска.

Таким образом, формирование инвестиционного портфеля опирается на три принципа: консервативности, диверсификации и ликвидности. *Принципу консервативности* соответствует выбор такого соотношения между высоконадежными и рискованными долями, чтобы возможные потери от рискованной доли активов портфеля покрывались доходами от надежных активов с достаточной вероятностью. Инвестиционный риск, таким образом, состоит не в потере части основной суммы портфеля, а только в недополучении дохода, в недостаточно высоком его уровне в сравнении с ожидаемым.

Диверсификация вложений – ведущий принцип и признак портфельного инвестирования. Диверсификация вложений уменьшает риск за счет того, что возможные невысокие доходы по одним ценным бумагам будут компенсироваться в портфеле высокими доходами по другим бумагам. Минимизация риска достигается за счет включения в портфель ценных бумаг широкого круга отраслей, тесно не связанных между собой, чтобы избежать синхронности циклических колебаний их деловой активности. Методы портфельного анализа позволяют сделать более глубокий анализ и найти оптимальный баланс между различными ценными бумагами в портфеле. Оптимальная величина разнообразия активов в портфеле, как утверждает портфельная теория, – от 8 до 20 различных видов ценных бумаг.

Принцип достаточной ликвидности состоит в том, чтобы поддерживать долю быстрореализуемых активов в портфеле не ниже уровня, достаточного для проведения неожиданно возникающих высокодоходных сделок и удовлетворения потребностей в денежных средствах. Практика финансового рынка показывает, что выгоднее держать определенную часть средств в более ликвидных, пусть даже менее доходных ценных бумагах, но при этом иметь возможность быстро реагировать на изменения конъюнктуры рынка и отдельные выгодные предложения. Кроме того, многие договоры управляющих инвестиционных фондов с клиентами просто законодательно обязывают их держать часть средств в ликвидной форме.

Основным преимуществом портфельного инвестирования является возможность выбора портфеля для решения специфических инвестиционных задач. Для этого используются различные портфели ценных бумаг, в каждом из которых будет собственный баланс между существующим риском, приемлемым для владельца портфеля, и ожидаемой отдачей (доходностью) в определенный период времени. Соотношение этих факторов позволяет определить тип портфеля ценных бумаг.

Тип портфеля – это его инвестиционная характеристика, основанная на соотношении доходности и риска. При этом важным признаком классификации типов портфелей является то, каким способом и за счет какого источника данный доход получен: за счет роста (снижения) курсовой стоимости ценной бумаги или же за счет текущих выплат дивидендов и процентов. Выделяют два разнонаправленных типа портфеля: портфель, ориентированный на преимущественное получение дохода за счет процентов и дивидендов, – *портфель дохода*; и портфель, направленный на преимущественный прирост курсовой стоимости входящих в него инвестиционных ценностей, – *портфель роста* (рис. 7.1).

Не следует понимать портфель как некую однородную совокупность активов. Например, несмотря на то, что портфель роста ориентирован на акции, инвестиционной характеристикой которых является рост курсовой стоимости, в его состав могут входить и ценные бумаги с иными уровнями риска и различными инвестиционными свойствами. Зачастую грань между этими типами портфелей размыта. Поэтому в классификацию был введен также промежуточный вариант, как тип портфельных вложений – *портфель роста и дохода*.

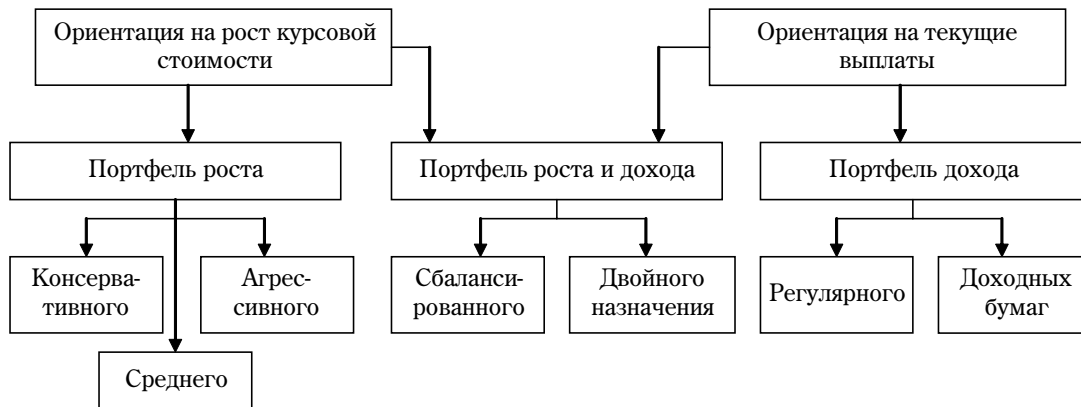


Рис. 7.1. Типы портфеля

Портфель роста. Данный тип портфеля формируется из акций компаний, курсовая стоимость которых на финансовом рынке растет в течение некоторого интервала времени. Цель данного типа портфеля – рост капитальной стоимости портфеля (общей суммы цены входящих в портфель бумаг) вместе с получением дивидендов (которые в этом случае обычно не являются значительными и поэтому не играют доминирующей роли).

Выделяются три вида портфеля роста:

1) *портфель агрессивного роста* нацелен на максимальный прирост капитала. В состав данного типа портфеля входят акции молодых быстрорастущих компаний. Инвестиции в данный тип портфеля являются достаточно рискованными, но вместе с тем они могут приносить самый высокий доход за счет роста котировок привлекательных на данном интервале времени акций;

2) *портфель консервативного роста* является наименее рискованным среди портфелей данной группы. Состоит в основном из акций крупных, хорошо известных компаний, характеризующихся хотя и невысокими, но устойчивыми темпами роста их курсовой стоимости. Состав портфеля остается стабильным в течение длительного времени. Портфель нацелен на сохранение капитала;

3) *портфель среднего роста* представляет собой сочетание инвестиционных свойств портфелей агрессивного и консервативного роста. В данный тип портфеля наряду с надежными ценными бумагами, приобретаемыми на длительный срок, включаются рискованные фондовые инструменты, состав которых периодически обновляется. При этом обеспечивается средний прирост капитала и умеренная степень риска вложений. Надежность обеспечивается ценными бумагами консервативного роста, а доходность – ценными бумагами агрессивного роста. Данный тип портфеля является наиболее распространенной моделью портфеля и пользуется большой популярностью у инвесторов, не склонных к высокому риску.

Портфель дохода. Данный тип портфеля ориентирован на получение высокого текущего дохода – процентных, дивидендных, купонных выплат по ценным бумагам. Портфель дохода составляется в основном из акций дохода, характеризующихся умеренным ростом курсовой стоимости и высокими дивидендами, а также из облигаций и других ценных бумаг, относящихся к аннуитетному типу, инвестиционным свойством которых являются высокие текущие регулярные выплаты типа пенсионных или страховых. Особенность этого типа портфеля в том, что цель его создания – получение соответствующего уровня дохода, величина которого отвечала бы минимальной степени риска, приемлемого для консервативного инвестора. Поэтому объектами портфельного инвестирования являются высоконадежные инструменты фондового рынка с высоким соотношением стабильно выплачиваемого процента и курсовой стоимости.

Выделяют два вида портфеля дохода:

1) *портфель регулярного дохода* – формируется из высоконадежных ценных бумаг и приносит средний доход при минимальном уровне риска;

2) *портфель доходных бумаг* – состоит из высокодоходных корпоративных облигаций, других ценных бумаг, приносящих высокий доход при среднем уровне риска.

Портфель роста и дохода. Формирование данного типа портфеля осуществляется во избежание возможных потерь на фондовом рынке: как от падения курсовой стоимости, так и от низких дивидендных, купонных или процентных выплат. Одна часть финансовых активов, входящих в состав данного портфеля, приносит владельцу рост капитальной стоимости, а другая – доход. Потеря одной части может (но не обязательно) компенсироваться возрастанием другой.

Выделяют два вида портфеля роста и дохода:

1) *портфель двойного назначения*. В состав данного портфеля включаются бумаги, приносящие 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;

2) *сбалансированный портфель* предполагает сбалансированность не только доходов, но и риска, который сопровождает операции с ценными бумагами, и поэтому состоит в определенной пропорции из ценных бумаг с быстрорастущей курсовой стоимостью и из высокодоходных ценных бумаг. В состав портфеля могут включаться и высокорискованные ценные бумаги. Как правило, в состав такого портфеля включаются обыкновенные и привилегированные акции, а также облигации. В зависимости от конъюнктуры рынка в те или иные фондовые инструменты, включенные в данный портфель, может вкладываться большая часть средств.

На практике возникают проблемы с отнесением тех или иных бумаг к указанным типам портфелей: доходные, роста и доходно-растущие. Особенно в случае, если ценная бумага может приносить доход и за счет роста курсовой стоимости, и за счет текущего дивиденда (процента).

Последующая классификация портфелей относится уже к портфелю, оцениваемому как целое, и к различиям между этими целостностями. Признаком классификации выступает то инвестиционное качество, которое приобретает совокупность ценных бумаг, помещенная в данный портфель и выступающая как целостный товар инвестиционного (финансового) рынка. Портфели как целостный продукт при всем их многообразии можно распределить по разновидностям на основе, например, следующих критериев: ликвидности, налогообложения, принадлежности отраслевой и региональной.

Портфели денежного рынка. Инвестиционное качество портфеля «ликвидность» означает возможность быстрого превращения портфеля в денежную наличность без потери его стоимости. Для этого предназначены портфели денежного рынка. Эта разновидность портфелей ставит своей целью полное сохранение капитала. В состав такого портфеля включаются преимущественно денежная наличность и быстро реализуемые активы – краткосрочные инструменты денежного рынка. В число правил работы с ценными бумагами входит и необходимое резервирование – иметь резерв свободной денежной наличности для решения инвестиционных задач, возникающих неожиданно. Данные экономического анализа подтверждают, что при определенных допущениях желаемый размер денежных средств, предназначаемых на непредвиденные цели, так же как и желаемый размер денежных средств на транзакционные нужды, зависит от процентной ставки. Поэтому вложение части средств в портфель в денежной форме обеспечивает требуемую устойчивость портфеля. Денежная наличность может быть конвертируема в иностранную валюту, если курс национальной валюты ниже, чем иностранной. Таким образом, помимо сохранения средств, достигается увеличение вложенного капитала за счет курсовой разницы валют.

Портфель ценных бумаг, освобожденных от налога. Портфель государственных долговых обязательств предполагает сохранение капитала при высокой степени ликвидности. Покупая краткосрочные облигации, выпущенные Министерством финансов РФ, – ОФЗ и ГКО, инвестор тем самым дает в долг правительству, которое взамен предлагает определенный доход и высокую надежность, поскольку государство в принципе обанкротиться не может (правда, может объявить дефолт по долгам). Портфель, состоящий из ценных бумаг государственных структур, включает ценные бумаги и обязательства субъектов Федерации и муниципальных образований. Вложения в данные рыночные инструменты обеспечивают держателю портфеля доход, получаемый от разницы между выкупной ценой и ценой приобретения с дисконтом плюс выплаты по ставкам процентов. Немаловажное значение имеет то, что и центральные, и местные органы власти обычно предоставляют налоговые льготы.

Отраслевой и региональный портфель. Портфель данной разновидности формируется на базе ценных бумаг, выпущенных предприятиями отраслей промышленности, связанных технологически, или какой-либо одной отрасли. В зависимости от целей инвестирования в состав портфелей включаются различные бумаги, например, конвертируемые портфели состоят из конвертируемых и привилегированных акций и облигаций, которые могут быть обменены на установленное количество обыкновенных акций по фиксированной цене в определенный момент времени, когда может быть осуществлен обмен. При «растущем» фондовом рынке – рынке «быков», это дает возможность получить дополнительный доход. К этому же типу портфелей относят портфель средне- и долгосрочных инвестиций с фиксированным доходом.

Портфели ценных бумаг, подобранных в зависимости от региональной принадлежности эмитентов, ценные бумаги которых в них включены, формируют инвестиционную направленность вложений в региональном разрезе. К этому типу портфелей относят портфели иностранных ценных бумаг определенных стран, региональные портфели ценных бумаг эмитентов, находящихся в одном регионе.

Процесс формирования портфеля ценных бумаг состоит из пяти этапов.

Первый этап – определение инвестором инвестиционных целей: безопасность вложений, доходность вложений, рост вложений, ликвидность вложений и т.д.

Второй этап – проведение инвестором анализа рынка ценных бумаг. Существуют два основных профессиональных (т.е. требующих специальных знаний и умений) подхода к выбору ценных бумаг: фундаментальный анализ и технический анализ. Фундаментальный анализ используется инвестором для выбора видов (типов) ценных бумаг, а технический – для определения моментов времени, когда с ценными бумагами или портфелем в целом надо проводить операции купли-продажи.

Третий этап. На основе анализа ценных бумаг с учетом целей инвестора проводится выбор инвестиционных активов. Учитываются такие факторы, как требуемый уровень доходности портфеля, допустимая степень риска, масштабы диверсификации.

Четвертый этап. Портфель подлежит периодической ревизии (пересмотру) с тем, чтобы его содержимое не пришло в противоречие с изменившейся экономической обстановкой, а также с целями инвестора. Чем чаще производится ревизия, тем большие издержки несет инвестор (комиссии брокеров, стоимость транзакций, разница между ценами, уплаченными за активы при покупке, и ценами их продажи и т.д.).

Пятый этап управления портфелем связан с периодической оценкой эффективности портфеля с точки зрения соотношения полученного дохода и реального риска, которому подвергался инвестор. По результатам этой проверки, при необходимости, проводится реструктуризация портфеля.

С позиций субъективных характеристик инвесторов – корпораций и частных лиц, отношение к риску у каждого инвестора индивидуально. Оно зависит от множества факторов: финансового состояния в целом и на текущий момент, рода деятельности, перспектив деятельности, ожиданий, возраста, семейного положения, характера и т.д., причем самый важный фактор может быть не распознан и не назван, однако окажет решающее влияние. Теоретическое деление на склонных, не склонных и нейтральных к риску инвесторов, помогает при выборе портфеля только в некоторой степени. Важно, что функция предпочтений инвестора не является прямолинейной, а проявляется нелинейно; при этом изменение предпочтений заранее неизвестно.

Характеристика взаимосвязи типов портфелей и типов инвесторов условно определена в табл. 7.2.

Таблица 7.2

Соотношения типов портфелей с инвестиционными предпочтениями инвесторов

Тип портфеля	Инвестиционная цель	Степень риска	Тип ценной бумаги	Тип инвестора
Надежный, нет рискованного актива	Защита от инфляции, аннуитет	Низкая	Государственные, пенсионных, страховых фондов	Рациональный, склонный к консерватизму
Диверсифицированный	Получение дохода, рост стоимости	Заданный портфелем риск	Акции, корпоративные облигации	Рациональный
Рискованный	Спекуляция	Высокая	Акции, валюта	Рациональный, агрессивный
Любой портфель	Предпочтения инвестора	Любая	Любые	Нерациональный, подвижный тип

На заключительном этапе формирования портфеля вкладчик оценивает приемлемое для себя сочетание риска и доходности портфеля и соответственно определяет удельный вес в портфеле разных ценных бумаг с различными уровнями риска и доходности. Эта необходимость для инвестора вытекает из общей закономерности, которая действует на фондовом рынке: чем более высокий потенциальный риск несет ценная бумага, тем более высокий потенциальный доход она должна приносить.

Портфель должен быть совместим с потребностями корпоративного или частного инвестора, зависящими от таких характеристик, как размер инвестиционного и собственного капитала, финансовое состояние, уровень и стабильность доходов, возраст, способность принимать на себя риск и др. Поскольку потребности трансформируются в специфические портфельные цели, для их достижения можно сформировать требуемый портфель. Однако прежде чем приступать к покупке акций, облигаций, краткосрочных ценных бумаг или других инструментов финансового рынка, нужно обладать схемой размещения активов в портфеле.

Размещение активов подразумевает формирование определенной структуры активов портфеля с выделением различных классов (типов): акций отечественных компаний, акций зарубежных фирм, облигаций, краткосрочных ценных бумаг, других инвестиционных инструментов, например золота, серебра, валюты. Ведущая функция модели формирования портфеля активов – сохранение капитала, защита от негативных воздействий рынка и использование его благоприятных воздействий либо обеспечение его доходности.

Существование моделей формирования инвестиционных портфелей базируется на предположении о том, что доходность портфеля зависит скорее от структуры размещения активов, чем непосредственно от самих ценных бумаг, входящих в него. Действительно, исследования показали, что доходность портфеля в значительной степени определяется схемой размещения активов и в меньшей – выбором конкретных ценных бумаг.

Существуют три основных модели создания схемы размещения активов. Первые две – модели с фиксированной структурой и с гибкой структурой портфеля – отличаются природой пропорций между различными категориями активов в портфеле. Третья модель – тактическое размещение – является гораздо более сложной и, как правило, используется многоопытными корпоративными или частными владельцами портфеля.

Модель размещения с фиксированной структурой портфеля. В рамках этой модели в каждую из категорий активов, а их число обычно составляет от 3 до 7, размещается фиксированная часть портфеля. Предположим наличие в портфеле 4 категорий активов: акций, облигаций, краткосрочных ценных бумаг и недвижимости. Тогда размещение по фиксированной схеме могло быть, например, таким, как в табл. 7.3.

Таблица 7.3

Пример фиксированной структуры портфеля

Тип актива	Размещение, %
Обыкновенные акции	30
Облигации	50
Краткосрочные ценные бумаги	5
Недвижимость	15
Итого портфеля	100

Обычно при таком подходе удельные веса отдельных типов активов остаются неизменными во времени, будучи фиксированными. Поскольку рыночная стоимость портфеля все же меняется, его состав может пересматриваться (корректироваться) ежегодно или после существенных рыночных сдвигов – для сохранения желаемых фиксированных пропорций.

Модель формирования структуры портфеля с гибкими весами подразумевает периодическую корректировку весов каждой из категорий (типов) активов, составляющих портфель. Она основывается на фундаментальном либо техническом анализе рынка ценных бумаг. Использование схемы с «гибким взвешиванием» часто называют *стратегическим* размещением активов. Например, начальное размещение и скорректированное крупными институциональными инвесторами размещение активов по системе гибких весов может быть, например, таким, как в табл. 7.4.

Таблица 7.4

Пример формирования портфеля с гибкими весами

Тип актива	Динамика структуры портфеля с гибкими весами, %	
	Начальное размещение	Скорректированное размещение
Обыкновенные акции	30	40
Облигации	50	50
Краткосрочные ценные бумаги	5	10
Недвижимость	15	–
Итого портфеля	100	100

Изменение весов могло быть результатом ожиданий снижения инфляции, что, в свою очередь, приведет к росту курсов акций и облигаций параллельно со снижением прибыльности операций с недвижимостью. Система весов изменилась таким образом, что позволяет получить большую отдачу в новых рыночных условиях.

Тактический метод размещения активов. Эта модель представляет собой специальный подход, использующий фьючерсы на фондовые индексы и процентные фьючерсы для изменения схемы размещения активов в портфеле. Когда акции кажутся менее привлекательными, чем облигации, нужно продавать фьючерсные контракты на фондовый индекс и покупать фьючерсные контракты на облигации. И наоборот, когда облигации представляются менее привлекательными, чем акции, эта модель предписывает покупать фьючерсы на фондовый индекс и продавать фьючерсы на облигации.

Поскольку, чтобы давать должный эффект, эта техника моделирования должна опираться на крупные портфели и количественные методы, она, как правило, подходит только институциональным инвесторам.

Обычно при формировании портфелей придерживаются классификации из трех типов моделей с фиксированными весами для четырех категорий активов – акций, облигаций, краткосрочных ценных бумаг и недвижимости. В табл. 7.5 показана структура размещения средств в эти категории активов для случаев *консервативного* (низкодоходного и низкорискованного), *умеренного* (среднедоходного и среднерискованного) и *агрессивного* (высокодоходного и высокорискованного) портфелей.

Таблица 7.5

Модели размещения активов в портфеле

Тип актива	Размещение, доля в %		
	консервативное	умеренное	агрессивное
Обыкновенные акции	15	30	40
Облигации	45	50	35
Краткосрочные ценные бумаги	35	5	35
Недвижимость	5	15	–
Итого	100	100	100

Консервативное размещение использует в основном облигации и краткосрочные ценные бумаги для обеспечения предсказуемой доходности. При умеренной схеме размещения в портфель в основном входят облигации, а также некоторые акции и недвижимость в большем количестве, чем в консервативном случае. Умеренные колебания этого портфеля отражают переход от надежных краткосрочных ценных бумаг к увеличению доли акций и недвижимости в сравнении с консервативной схемой. Наконец, при смещении в сторону агрессивного портфеля все больше средств размещается в акции, меньше в облигации, а также увеличивается доля недвижимости, посредством чего достигается общее увеличение ожидаемой отдачи и риска.

7.5. Современная теория портфелей

Период зарождения теории портфельных финансов как науки относится к 20–30-м годам XX столетия. Этот этап представлен прежде всего основополагающими работами И.Фишера по теории процентной ставки и приведенной к текущему моменту времени стоимости будущих денежных потоков. Фишер показал, что критерии оценки инвестиций не связаны с тем, предпочитают ли инвесторы настоящее потребление потреблению в будущем.

Важная особенность теоретических работ рассматриваемого периода состоит в опоре на гипотезу о полной определенности условий, в которых осуществляется процесс принятия финансовых решений. Применяемые математические средства сводились к алгебре и началам функционального анализа. Совокупность этих средств, ориентированных на проведение финансовых расчетов в заданных начальных условиях определенности, получила название финансовой математики.

Однако, несмотря на господство подобного детерминистского подхода, наличие факторов неопределенности и риска в финансовых решениях сознавалось вполне четко. Однако лишь применение качественных и иных – вероятностных математических методов – позволило существенно продвинуться в исследовании закономерностей принятия инвестиционных решений.

В 1952 г. появилась статья Г. Марковица «Выбор портфеля», в которой была предложена математическая вероятностная модель формирования портфеля ценных бумаг и были приведены методы построения портфелей при определенных условиях. Марковицем была предложена теоретико-вероятностная формализация понятий доходности и риска ценных бумаг безотносительно субъективных человеческих оценок. Это сразу позволило перевести задачу выбора оптимальной инвестиционной стратегии на строгий математический язык. Теория Марковица научно объяснила

общепринятую практику диверсификации вложений и точно показала, как инвесторы уменьшают стандартное отклонение доходности портфеля, т.е. риск, выбирая акции, доходность которых изменяется по-разному. Было положено начало современной теории финансовых инвестиций. С математической точки зрения получающаяся оптимизационная стратегия относится к классу задач квадратичной нелинейной оптимизации при линейных ограничениях. Г. Марковиц продолжил разработку основных принципов формирования портфеля, которые послужили основой для многих других работ, описывающих связь между риском и доходностью инвестиций в финансовые активы. Однако его работы не привлекли особого внимания со стороны теоретиков-экономистов и практиков бизнеса. Заслуги Марковица были оценены много позднее выхода его работ – Нобелевская премия по экономике была присуждена ему в 1990 г.

Сегодня модель Марковица используется в основном на первом этапе формирования портфеля активов при распределении инвестируемого капитала по различным категориям активов: акциям, облигациям, недвижимости и т.д.

На втором этапе применяется так называемая однофакторная модель оценки доходности активов У. Шарпа, либо CAPM (Capital Asset Price Model) – ценовая модель оценки финансовых активов. В этом случае капитал, инвестируемый в определенный сегмент финансового рынка активов (акции или облигации), распределяется между конкретными типами отдельных активов, составляющих выбранный сегмент, т.е. по конкретным разновидностям акций, облигаций.

Влияние портфельной теории Г. Марковица значительно усилилось после появления в конце 50-х и начале 60-х годов работ Д. Тобина по аналогичной тематике. Однако между подходами Марковица и Тобина существуют некоторые различия, состоящие в том, что подход Марковица лежит в русле микроэкономического анализа, поскольку акцентирует внимание на позиции отдельного инвестора (частного лица или фирмы), формирующего оптимальный портфель на основе оценки доходности и риска избираемых активов. При этом первоначально модель Марковица касалась в основном портфеля акций, т.е. рискованных активов. Д. Тобин предложил включить в анализ и безрисковые активы, например государственные облигации. Его подход является, по существу, макроэкономическим, поскольку основным объектом его анализа является распределение части совокупного капитала в экономике по двум формам: наличной (денежной) и наличной (в виде ценных бумаг). Акцент в работах Марковица делался не на экономическом анализе исходных постулатов теории, а на математическом анализе их следствий и разработке алгоритмов решения оптимизационных задач. В подходе Тобина основной темой становится анализ факторов, заставляющих инвесторов формировать портфели активов, а не держать капитал в какой-либо одной, например, налично-денежной форме. Кроме того, Тобин проанализировал адекватность количественных характеристик активов и портфелей, составляющих исходные данные в теории Марковица. Научные заслуги Д. Тобина были оценены Нобелевской премией по экономике в 1981 г.

С 1964 г. появляются работы, открывшие следующий этап в инвестиционной теории, связанные с так называемой «ценовой моделью оценки капитальных активов», или CAPM. Основным результатом CAPM явилось установление математического соотношения между доходностью и риском актива для равновесного рынка. При этом важным оказывается тот факт, что при выборе оптимального портфеля инвестор должен учитывать не весь риск, связанный с активом (риск по Марковицу), а только часть его, называемую систематическим или недиверсифицируемым риском. Эта часть риска актива тесно связана с общим риском рынка в целом и количественно представляется коэффициентом «бета», введенным Шарпом в его однофакторной модели. Другая часть (так называемый несистематический, или диверсифицируемый риск) устраняется посредством выбора соответствующего (оптимального) портфеля. Характер связи между доходностью и риском имеет вид линейной ($y = ax + b$) зависимости. Тем самым обычное практическое правило «большая доходность – значит, больший риск», получает точное аналитическое представление.

Гипотеза «эффективного рынка» и связанная с ней модель «случайного блуждания» рыночных цен активов стимулировали применение динамических теоретико-вероятностных моделей, основанных на теории случайных процессов. В русле этих идей в 1973 г. М. Шоулзом и Ф. Блэком была предложена модель опционов, получившая название модели Блэка–Шоулза. Эта модель основывается на доказательстве возможности осуществления безрисковой сделки с одновременным использованием акции и выпущенного на нее опциона. Тем самым тема безрисковых активов получила дальнейшее развитие в портфельной теории. Стоимость (цена) такой сделки должна совпадать со стоимостью безрисковых активов на рынке, а поскольку цена акции меняется со временем, то и стоимость выпущенного опциона, обеспечивающего безрисковую сделку, также должна соответ-

ствующим образом изменяться. Из этих допущений можно получить вероятностную оценку стоимости опциона. К этому времени работы Блэка и Шоулса, а также тесно связанные с ними работы Р. Мертона, сразу же получают широкое признание (Нобелевская премия по экономике была присуждена Р. Мертоу в 1997 г.).

Преимуществом портфельного инвестирования для решения специфических инвестиционных задач является возможность воспользоваться упорядоченным набором активов, для чего используются различные портфели ценных бумаг, в каждом из которых существует собственный баланс между риском, приемлемым для владельцев портфеля, и ожидаемой отдачей – доходностью в определенный период времени.

Исходные допущения (предположения), на основе которых построена классическая портфельная теория, состоят в следующем:

1. Рынок охватывает конечное число активов, доходности которых для заданного периода времени считаются случайными величинами. – Допущение вполне соответствует наблюдаемым событиям в практике финансового рынка.

2. Инвестор в состоянии получить оценку (исходя, например, из статистических данных за прошлый период) ожидаемых (средних) значений доходностей активов, их попарных ковариаций и уровня риска. – На самом деле оценка будущих значений некоторой случайной величины на основе анализа ее значений в прошлом сама является случайной величиной. Иначе говоря, причинно-следственная достоверность не обеспечивается, поскольку случайная оценка ожидаемых доходностей активов (и их портфелей) не дает возможности инвестору определенно оценить достоверность прогноза.

3. Инвестор может формировать любые допустимые (для данной модели) портфели. – Такое допущение непротиворечиво.

4. Сравнение выбираемых портфелей основывается только на двух критериях – средней доходности и риске. – Такое предположение вполне допустимо.

5. Инвестор не склонен к риску в том смысле, что из двух портфелей с одинаковой доходностью он обязательно предпочтет портфель с меньшим риском (гипотеза эффективного рынка и рационального поведения агентов). – Утверждение произвольно. Оно совсем не обязательно сбывается, опыт показывает, что корпоративный или частный инвестор может быть и склонен, и не склонен к риску, так же как и нейтрален, т.е. безразличен.

Исходя из реальной практики инвестирования, строгое соответствие этим исходным предположениям представляется весьма проблематичным. Оценка портфельной теории, как и любой другой, должна основываться на степени адекватности ее исходных предположений и ее результатов опыту, практике. Пока же не удастся предсказать в более или менее долгосрочной перспективе и в большинстве случаев ни колебаний котировок курсов акций, ни колебаний доходности акций или курсов валют, цен на драгоценные металлы и т.д.

Вместе с тем определенная полезность решения задач управления инвестициями с помощью портфельной теории привела в последние три десятилетия к значительному расширению ее использования. Все большее число финансовых менеджеров, управляющих инвестиционными фондами и отдельных корпоративных и частных инвесторов применяют методы этой теории на практике. Хотя у теории имеется и немало критиков, ее влияние постоянно растет не только в академических кругах, но и среди практиков, включая российских.

Формирование портфеля способствует решению проблемы количественного соотношения между прибылью и риском, которая должна соответствовать предпочтениям инвесторов.

Так как портфель – это комбинация двух и более видов ценных бумаг, возникает проблема выбора количества каждого вида ценных бумаг в портфеле и соответственно этих количеств между собой. При этом ясно, что речь идет не о числе штук тех или иных акций, а о сумме средств, на них потраченных, т.е. о доле капитала.

Доля разных активов выражается в процентном соотношении каждого вида актива от общей стоимости фондового портфеля. Эти процентные соотношения ценных бумаг в портфеле называют *весами портфеля*. Например, если инвестор имеет 100 тыс. руб. одних активов и 300 тыс. руб. других, то такой фондовый портфель составляет 400 тыс. руб. Тогда доля первых активов составит $(100 : 400) \times 100 = 25\%$, или 0,25 от стоимости портфеля, а вторых – $(300 : 400) \times 100 = 75\%$, или 0,75 вашего портфеля. Очевидно, что сумма весов портфеля составляет 100%, или единицу.

Ожидаемая доходность инвестиционного портфеля представляет собой взвешенное среднее значение ожидаемых доходностей составляющих его ценных бумаг. Каждый весовой коэффициент взвешенной средней доходности равен той части (доле), которую представляют вложенные в данную

ценную бумагу (финансовый актив) средства от общей суммы портфеля. Ожидаемая доходность портфеля (R_p) рассчитывается следующим образом:

$$R_p = \sum_{j=1}^m W_j \times R_j,$$

где W_j – весовой коэффициент, обозначает долю инвестиций, вложенных в актив j ;

R_j – ожидаемая доходность вложений в актив j ;

m – общее число видов ценных бумаг в портфеле.

При этом должно выполняться условие:

$$\sum_{j=1}^m W_j = 1.$$

В отличие от доходности портфеля риск портфеля, выражаемый через стандартное отклонение доходности портфеля, не является средневзвешенным значением риска финансовых активов, входящих в портфель. *Риск портфеля* учитывает взаимосвязь доходностей входящих в портфель ценных бумаг через показатель *ковариации*. Положительное значение ковариации (σ_{jk}) означает, что изменение доходности двух активов, j и k , происходит в одном направлении; отрицательное – в разном; нулевое – свидетельствует об отсутствии связи между изменением их доходностей.

Ковариации нескольких переменных, как правило, отображаются в виде дисперсионно-ковариационной матрицы, являющейся квадратной. При этом из свойств ковариации следует:

- когда $j \neq k$, то $\sigma_{jk} = \sigma_{kj}$, т.е. матрица симметрична относительно главной диагонали;
- когда $j = k$, то ковариация является квадратом стандартного отклонения доходности актива j , называемой *дисперсией* доходности актива j ; при этом дисперсии активов располагаются на главной диагонали матрицы.

Расчет риска (стандартного отклонения) портфеля (σ_p) осуществляется по формуле:

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{j=1}^m \sum_{k=1}^m W_j \times W_k \times \sigma_{jk}},$$

где m – общее количество видов ценных бумаг (активов) в портфеле;

W_j и W_k – доли, инвестированные в активы j и k соответственно;

σ_{jk} – ковариация доходностей активов j и k .

Таким образом, в первую очередь на риск портфеля оказывают влияние не риски отдельных активов, а значения попарных ковариаций доходностей активов. Эффект диверсификации проявляется в первую очередь именно через показатель ковариации. Вложения в ценные бумаги, имеющие отрицательную ковариацию доходностей, снижают риск портфеля благодаря взаимной компенсации изменения доходностей отдельных активов. Это значит, что сочетание рискованных по отдельности ценных бумаг может представлять собой портфель со средним и даже малым риском, если доходности бумаг не «связаны жестко» между собой. В целом низкая ковариация обеспечивает низкий уровень риска всего портфеля.

В табл. 7.6 и на рис. 7.2 показаны комбинации средних значений и стандартных отклонений доходностей, которые можно получить при объединении в одном портфеле рискованного актива 1 и рискованного актива 2. Точка S на рис. 7.2 соответствует портфелю, который состоит исключительно из рискованного актива 1, а точка R – портфелю, состоящему исключительно из рискованного актива 2.

Ожидаемые ставки доходности и стандартные отклонения в табл. 7.6 рассчитываются по соответствующим формулам. Например, рассмотрим портфель C , который состоит на 25% из рискованного актива 1 и на 75% – из рискованного актива 2. Тогда ожидаемая ставка доходности в точке C составит 0,095 в год:

$$R_p = 0,25R_1 + 0,75R_2 = 0,25 \times 0,14 + 0,75 \times 0,08 = 0,095;$$

а риск (стандартное отклонение) в точке C равно 0,123:

$$\begin{aligned} \sigma_p^2 &= w_1 w_1 \sigma_1^2 + w_1 w_2 \sigma_{12} + w_2 w_1 \sigma_{21} + w_2 w_2 \sigma_2^2 = w_1^2 \sigma_1^2 + 2w_1 w_2 \sigma_{12} + w_2^2 \sigma_2^2 = \\ &= 0,25^2 \times 0,2^2 + 0 + 0,75^2 \times 0,15^2 = 0,01515625 \end{aligned}$$

$$\sigma_p = \sqrt{0,01515625} = 0,1231.$$

Соотношение риска и доходности для портфелей с двумя рискованными активами, %

Портфель	Доля средств, вложенная в рискованный актив 1	Доля средств, вложенная в рискованный актив 2	Ожидаемая ставка доходности	Стандартное отклонение
R	0	100	0,0800	0,1500
C	25	75	0,0950	0,1231
Минимальная дисперсия	36	64	0,1016	0,1200
D	50	50	0,1100	0,1250
S	100	0	0,1400	0,2000

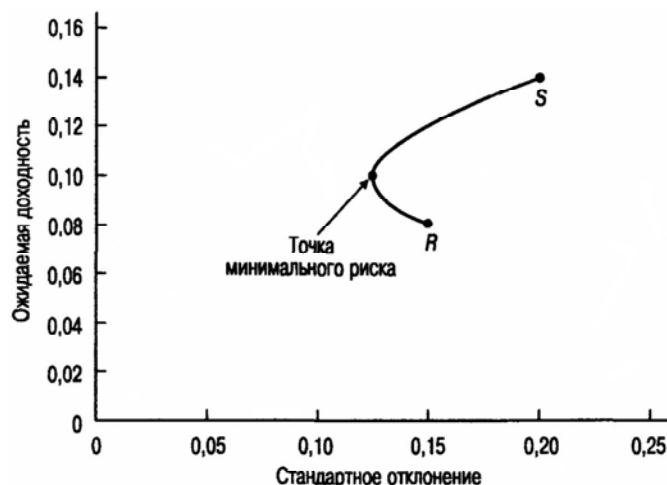


Рис. 7.2. Кривая соотношения «риск/доходность»: только рискованные активы

С помощью табл. 7.6 исследуем кривую, соединяющую на рис. 7.2 точки *R* и *S*. Начнем с точки *R* и переместим часть наших капиталов из рискованного актива 2 в рискованный актив 1. При этом наблюдается не только повышение средней ставки доходности, но и снижение стандартного отклонения. Оно снижается до тех пор, пока мы не получим портфель, который на 36% состоит из инвестиций в рискованный актив 1 и на 64% – в рискованный актив 2. Эта точка характеризует *портфель с минимальной дисперсией*, состоящий из рискованного актива 1 и рискованного актива 2. Если в рискованный актив 1 инвестируется более 36% общего капитала, то стандартное отклонение портфеля увеличивается.

Если инвестор не склонен к избеганию риска, то он может выбрать любой другой портфель на кривой от «минимальной точки риска» до точки *S*. При этом с увеличением риска он получит более высокую ожидаемую доходность. Портфели, относящиеся к кривой от «минимальной точки риска» до точки *D*, не интересны для инвестора, поскольку на кривой от «минимальной точки риска» до точки *S* представлены портфели с тем же уровнем риска, но более высокой доходностью.

Если в портфель с рискованными активами включается безрисковый актив, то портфель называется *полным*. Безрисковые активы характеризуются сравнительно низкой доходностью и нулевым риском. В качестве безрисковых активов могут выступать государственные ценные бумаги, казначейские векселя, акции инвестиционных фондов денежного рынка, ставки по депозитам крупнейших банков.

Безрисковая ставка доходности – это, при данных рыночных условиях для данного актива, наиболее предсказуемая (гарантируемая) ставка доходности.

Доходность полного портфеля (\check{R}_p) рассчитывается по формуле:

$$\check{R}_p = y \times (R_p - r_f) + r_f,$$

где y – доля портфеля рискованных активов в полном портфеле;

R_p – ожидаемая доходность портфеля рискованных активов;

r_f – ставка доходности безрискового актива.

Из последней формулы можно выразить премию за риск, равную $E(r_p) - r_f$.

Премия за риск – это превышение ожидаемой доходности актива по сравнению с ожидаемой доходностью безрисковых активов.

Риск, или стандартное отклонение доходности полного портфеля ($\hat{\sigma}_p$), равняется стандартному отклонению доходности портфеля рискованных активов (σ_p), умноженному на долю портфеля, инвестированную в этот рискованный актив:

$$\hat{\sigma}_p = y \times \sigma_p.$$

Таким образом, как премия за риск, так и риск (стандартное отклонение) полного портфеля повышаются только пропорционально инвестиции в рискованный актив портфеля.

7.6. Модель оценки финансовых активов У. Шарпа (САРМ)

Модель оценки финансовых активов – САРМ (capital asset pricing model), или *ценовая модель рынка капитала* – это теория ценообразования рискованных финансовых активов в условиях рыночного равновесия. САРМ была разработана Уильямом Шарпом в начале 60-х годов. Она является продолжением портфельной теории, предложенной Г. Марковицем, и основана на тех же принципах формирования инвестиционного портфеля. На основе САРМ выводятся формулы, которые связывают между собой ожидаемые ставки доходности рискованных активов в состоянии рыночного равновесия, т.е. когда сложившиеся на рынке цены уравнивают спрос и предложение.

САРМ представляет собой факторную статистическую модель, предназначенную для оценки влияния рыночного риска на риск и доходность конкретной бумаги (или портфеля).

Из рыночной модели Шарпа выясняется, что имеется две компоненты риска для конкретной ценной бумаги или портфеля. Одна компонента риска – *систематический риск*, носящий макроэкономический характер и оказывающий влияние на все ценные бумаги на рынке. Вторая компонента – характерный для конкретной бумаги или портфеля *специфический риск*.

Основополагающая посылка САРМ состоит в том, что в состоянии равновесия доход от сделок на финансовом рынке вознаграждает инвесторов за их рискованные инвестиции. Однако рынок не вознаграждает инвесторов, владеющих неэффективными портфелями ценных бумаг, т.е. подвергают себя воздействию рисков, которые могут быть устранены при оптимальном подходе к диверсификации рисков. Таким образом, премия за риск любой отдельной ценной бумаги не связана с ее «индивидуальным риском», ее величина, скорее, обусловлена вкладом данной ценной бумаги в общий риск всего эффективно диверсифицированного портфеля.

Портфель, состоящий из всех имеющихся ценных бумаг, пропорции инвестирования в которые соответствуют их доли в общей капитализации рынка, называется *рыночным портфелем*. Состав рыночного портфеля отражает предложение существующих финансовых активов на рынке, оцененных по текущим ценам.

В рыночном портфеле доля, приходящаяся на ценную бумагу i , равна отношению рыночной стоимости i -й ценной бумаги к рыночной стоимости всех выпущенных в обращение ценных бумаг.

Как следует из САРМ, в условиях рыночного равновесия рискованные активы в портфеле каждого из инвесторов будут находиться в той же пропорции, что имеет место для всего рыночного портфеля. В зависимости от своей меры неприятия риска инвесторы обладают различными наборами безрисковых и рискованных активов, однако процентное соотношение рискованных ценных бумаг в портфелях инвесторов оказывается для всех них одинаковым.

Этот основной тезис САРМ иллюстрируется также рис. 7.3, где изображен график соотношения «риск/доходность», называемый *графиком рынка капиталов* – СМЛ (capital market line). Точка M на рис. 7.3 показывает соотношение «риск/доходность» для рыночного портфеля, точка F соответствует безрисковым активам, а СМЛ представляет собой прямую линию, соединяющую эти две точки.

В соответствии с САРМ график рынка капиталов в условиях рыночного равновесия представляет лучшие из возможных для всех инвесторов комбинации «риск – доходность».

График рынка капиталов (СМЛ) описывается формулой:

$$E(r) = r_f + \frac{E(r_M) - r_f}{\sigma_M} \sigma,$$

- где $E(r)$ – ожидаемая доходность эффективного портфеля;
 σ_M – стандартное отклонение (риск) рыночного портфеля;
 $E(r_M)$ – ожидаемая доходность рыночного портфеля;
 r_f – доходность безрисковых ценных бумаг;
 σ – стандартное отклонение (риск) эффективного портфеля.

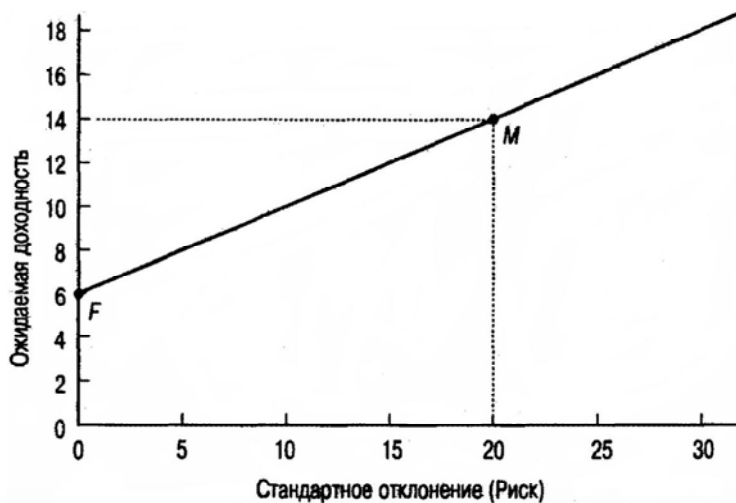


Рис. 7.3. График рынка капиталов (CML)

Таким образом, наклон CML равен частному от деления премии за риск рыночного портфеля на величину его риска:

$$\text{Наклон CML} = \frac{E(r_M) - r_f}{\sigma_M}.$$

На рис. 7.3 уравнение CML представлено в виде:

$$E(r) = 0,06 + 0,4\sigma.$$

Из CAPM следует, что для большинства инвесторов результаты их пассивной стратегии, предусматривающей комбинирование безрисковых активов с вложениями в акции инвестиционных фондов, придерживающихся стратегии индексирования при операциях с рискованными ценными бумагами, так же хороши, как если бы они вели активный поиск доходных ценных бумаг и пытались «победить» рынок. Самые усердные и знающие свое дело инвесторы действительно получают вознаграждение за свои усилия, однако с течением времени конкуренция между ними сводит их доходы к минимуму, необходимому для того, чтобы они просто продолжали свою работу. Все остальные могут при этом извлечь выгоду из прилагаемых ими усилий за счет следования собственной стратегии пассивного инвестирования.

Еще одно следствие, вытекающее из концепции CAPM, состоит в том, что премия за риск для каждой отдельной ценной бумаги пропорциональна только ее вкладу в совокупный риск всего рыночного портфеля. Премия за риск не зависит от риска, присущего ей в отдельности. Таким образом, в соответствии с CAPM в условиях равновесия инвесторы получают вознаграждение, соответствующее более высокой ожидаемой ставке доходности, только при принятии на себя всего рыночного риска. Это *систематический*, или необходимый, риск, который они должны принять для получения ожидаемой доходности.

Логика рассуждений состоит в том, что, поскольку все эффективные комбинации «риск – доходность» могут достигаться за счет простого объединения рыночного портфеля и безрисковых активов, единственный риск, которому вынужден подвергаться инвестор для получения эффективного портфеля ценных бумаг, – это рыночный риск, т.е. риск всего рыночного портфеля в целом. Таким образом, рынок не вознаграждает инвесторов за принятие на себя любых нерыночных рисков, т.е. за инвестиции в активы, выходящие за пределы рыночного портфеля. Рынок не вознаграждает инвесторов за выбор неэффективных портфелей ценных бумаг.

В условиях рыночного равновесия цены финансовых активов и ожидаемые ставки доходности от инвестирования в эти активы формируются таким образом, что хорошо осведомленные инвесторы удовлетворены составом своих оптимальных портфелей. Исходя из того, что ожидаемая ставка доходности должна компенсировать инвесторам риск их вложений, мы определяем *риск, присущий ценной бумаге*, в соответствии с величиной ее ожидаемой доходности в условиях равновесия. График рынка капиталов отражает прямо пропорциональную зависимость для оптимальных (эффективных) портфелей между ожидаемой доходностью $E(r)$ и *риском эффективного портфеля* (σ). Однако стандартное отклонение доходности не позволяет в рамках CAPM измерить риск ценной бумаги.

Общая мера присущего ценной бумаге риска (*систематический риск*) задается коэффициентом «бета» (β). С формальной точки зрения коэффициент «бета» показывает предельный вклад доходности данной ценной бумаги в дисперсию доходности рыночного портфеля. Формула коэффициента «бета» ценной бумаги j имеет вид:

$$\beta_j = \frac{\sigma_{jM}}{\sigma_M^2},$$

где σ_{jM} – ковариация между доходностью j -й ценной бумаги и доходностью рыночного портфеля M .

Коэффициент «бета» соответствует тому, что в статистике называется коэффициентом регрессии, при этом рыночная доходность выступает в качестве независимой переменной, а доходность ценной бумаги – в качестве зависимой переменной.

В соответствии с CAPM в состоянии равновесия *премия за риск* любой ценной бумаги равна соответствующему значению «бета», умноженному на премию за риск всего рыночного портфеля. Эта взаимосвязь описывается следующим математическим выражением:

$$E(r_j) - r_f = \beta_j [E(r_M) - r_f],$$

где $E(r_j)$ – ожидаемая доходность ценной бумаги j .

Данное выражение описывает *линию доходности рынка ценных бумаг* – SML (security market line), приведенную на рис. 7.4. При этом на графике SML соответствующее значение «бета» ценной бумаги откладывается по горизонтальной оси, а величина ожидаемой доходности – по вертикальной. Наклон линии доходности рынка ценных бумаг соответствует премии за риск рыночного портфеля. В приведенном примере рыночная премия за риск составляет 0,08, или 8% годовых, и соотношение для SML принимает вид:

$$E(r_j) - r_f = 0,08\beta_j.$$

При этом на SML расположены все ценные бумаги (а не только те из них, которые входят в эффективные портфели) при условии, что они правильно оцениваются в соответствии с CAPM.

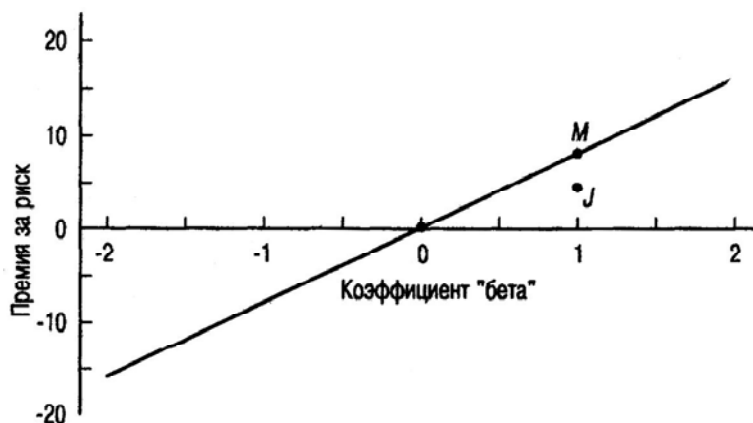


Рис. 7.4. Линия доходности рынка ценных бумаг

Коэффициент «бета» дает также возможность измерить относительную меру чувствительности фактической доходности данной ценной бумаги по отношению к фактической доходности всего рыночного портфеля. Так, если фактическая доходность рыночного портфеля оказывается на $Y\%$ меньше (или больше) ожидаемой, то полученная доходность ценной бумаги j будет равняться значению, которое больше (или меньше) ожидаемого на величину, равную $\beta_j \times Y\%$. В связи с этим ценные бумаги, имеющие высокий коэффициент «бета» (превышающий 1), называются *агрессивными*, поскольку их доходность сильнее повышается при общем подъеме на рынке и, соответственно, сильнее снижается при спаде. Аналогично, ценные бумаги с коэффициентами «бета» менее 1 называются *оборонительными*. Рыночный портфель имеет по определению значение «бета», равное 1, а ценные бумаги с «бета», равным 1, называются *среднерисковыми*.

Если же какая-либо ценная бумага характеризуется ожидаемой доходностью и коэффициентом «бета», не принадлежащими линии доходности рынка ценных бумаг, то это противоречит CAPM. В частности, пусть существует некоторая ценная бумага, для которой ожидаемая доходность и значение «бета» представлены точкой J , показанной на рис. 7.4. Поскольку эта точка располагается

ниже линии доходности рынка ценных бумаг, ее ожидаемая доходность оказывается «слишком низкой», чтобы уравновесить спрос и предложение. (Или можно сказать, что в данном случае рыночная цена слишком высока.)

Такая ситуация входит в противоречие с CAPM, поскольку это означает, что либо рынок не находится в состоянии равновесия, либо инвесторы не пришли к согласию по вопросу о распределении ставок доходности для обращающихся на рынке ценных бумаг, или же инвесторы не заняты поиском оптимальных инвестиционных решений. В соответствии с предположениями, лежащими в основе CAPM, инвесторы могут улучшить свои портфели ценных бумаг, вкладывая меньше в ценные бумаги J и больше – в другие ценные бумаги. Это приведет к дополнительному предложению ценных бумаг J и дополнительному спросу на другие ценные бумаги.

Коэффициент «бета» любого индивидуального инвестиционного портфеля, лежащего на линии доходности рынка ценных бумаг (т.е. любого портфеля, сформированного в результате объединения рыночного портфеля и безрисковых активов), равняется значению той его части, которая вложена в рыночный портфель. Например, для инвестиционного портфеля, в котором 0,75 вложено в рыночный портфель, а 0,25 – в безрисковые активы, коэффициент «бета» равен 0,75.

Из CAPM следует, что рыночный портфель, объединяющий рискованные активы, является также и эффективным портфелем. Это означает, что инвестор будет действовать на рынке капитала одинаково хорошо, независимо от того, будет ли он просто следовать стратегии пассивного формирования портфеля ценных бумаг, объединяя в нем ценные бумаги, отобранные в соответствии с динамикой фондовых индексов, и безрисковые ценные бумаги, или воспользуется активной стратегией и попытается «обыграть» рынок.

Независимо от того, насколько точно CAPM отражает действительность, использование этой модели в любом случае дает разумное объяснение *пассивной стратегии* формирования портфеля ценных бумаг, которая предусматривает:

- 1) диверсифицирование вложений в рискованные ценные бумаги таким образом, чтобы они соответствовали распределению рискованных активов в рыночном портфеле;
- 2) объединение этого портфеля с безрисковыми ценными бумагами для получения желаемой комбинации «риск – доходность».

Эта же пассивная стратегия может быть использована в качестве эталона определения степени рискованности инвестиций при анализе эффективности активной стратегии формирования портфеля ценных бумаг.

Для оценки эффективности работы менеджеров по управлению портфелями ценных бумаг на основе анализа соотношения «риск – доходность» CAPM предлагает достаточно простой эталон, основанный на использовании CML. С этой целью необходимо сравнить уровень доходности, полученный в результате управления анализируемым портфелем ценных бумаг, с уровнем доходности, достигнутым при простом объединении рыночного портфеля и безрисковых ценных бумаг в пропорции, приводящей к такой же степени риска, что и в анализируемом портфеле.

При использовании данного метода необходимо рассчитывать стандартное отклонение находящегося под управлением портфеля ценных бумаг для соответствующего периода времени в прошлом, а затем делать выводы о том, какая средняя ставка доходности достигалась бы в случае применения стратегии объединения рыночного портфеля и безрисковых активов с целью получения портфеля ценных бумаг с аналогичной степенью риска. Далее следует сравнить среднюю ставку доходности рассматриваемого портфеля ценных бумаг со значением средней ставки доходности эталонного портфеля.

На практике рыночный портфель, используемый для определения эффективности работы управляющих портфелями ценных бумаг, представляет собой скорее хорошо диверсифицированный портфель акций, чем реальный рыночный портфель, содержащий все рискованные ценные бумаги. Как оказывается, превзойти простую стратегию, ориентированную на применение эталонного портфеля, непросто. Исследования эффективности управления взаимными фондами, инвестирующими в акции, свидетельствуют, что простая стратегия, рассмотренная выше, показывает результаты, превышающие эффективность деятельности примерно двух третей упомянутых фондов. В результате все больше частных инвесторов и пенсионных фондов стали принимать пассивную инвестиционную стратегию в качестве эталона для оценки эффективности портфельного инвестирования. Такой вид стратегии известен под названием *индексирования*, поскольку портфель, используемый в качестве образца рыночного портфеля, часто основывается на пропорциях, в которых ценные бумаги используются для расчета фондовых индексов – например *Standard & Poor's 500*.

Независимо от того, верна или нет лежащая в основе CAPM теория, индексирование представляется привлекательной инвестиционной стратегией, по меньшей мере, в силу двух причин.

Во-первых, практика показывает, что индексирование выступает более эффективной стратегией, чем большинство активных стратегий, применяемых для управления портфелями ценных бумаг.

Во-вторых, применение стратегии индексирования требует меньше расходов, чем стратегия активного управления портфелем.

Частные инвесторы и пенсионные фонды часто пользуются услугами нескольких разных менеджеров по управлению портфелями ценных бумаг, причем каждый из них осуществляет управление только частью портфеля. Для оценки работы таких специалистов CAPM предлагает другой критерий – линию доходности рынка ценных бумаг.

CAPM утверждает, что премия за риск любой ценной бумаги равняется произведению ее коэффициента «бета» и премии за риск всего рыночного портфеля. Разность между ожидаемой доходностью ценной бумаги или портфеля ценных бумаг и соответствующей точкой на линии доходности рынка ценных бумаг (равновесной ставкой доходности) называется *коэффициентом «альфа»* (α).

Если менеджер по управлению портфелями ценных бумаг может работать так, чтобы значение «альфа» постоянно было положительным, его работа оценивается как отличная, даже если показатели находящегося под его управлением портфеля и не демонстрируют в отдельные моменты более высокую эффективность по сравнению с графиком рынка капиталов.

Рассмотрим на примере, как инвестор может использовать фонд с положительным значением «альфа» в комбинации с рыночным портфелем и безрисковыми ценными бумагами для создания общего портфеля с эффективностью, превышающей задаваемую графиком рынка капиталов.

Предположим, что безрисковая ставка доходности составляет 6% годовых, премия за риск рыночного портфеля равна 8% годовых, а стандартное отклонение доходности рыночного портфеля равно 20%. Рассмотрим управление некоторым фондом *Alpha Fund*, представляющим собой взаимный фонд, с «бета», равным 0,5, «альфа», составляющим 1% (в год), с ожидаемой ставкой доходности 11% годовых и стандартным отклонением 15%.

На рис. 7.5 и 7.6 показано положение *Alpha Fund* по отношению к линии доходности рынка ценных бумаг и к графику рынка капиталов. Причем наклон SML (рис. 7.5) составляет 0,08, что соответствует премии за риск в размере 8% годовых; а наклон CML (рис. 7.6) составляет 0,4.

На обоих рисунках точка *Alpha* представляет *Alpha Fund*. На рис. 7.5 *Alpha* располагается над линией доходности рынка ценных бумаг. Величина (α) для фонда *Alpha Fund* равна расстоянию по вертикали между точкой *Alpha* и линией рынка ценных бумаг.

На рис. 7.6 точка *Alpha* лежит ниже графика рынка капиталов и, таким образом, управление оказывается неэффективным. Ни один инвестор не стал бы держать акции *Alpha Fund* в качестве единственного наполнения своего портфеля, поскольку он может добиться более низкого риска и/или более высокой ожидаемой доходности, объединив рыночный портфель с безрисковыми ценными бумагами. Однако, комбинируя акции *Alpha Fund* с рыночным портфелем в определенных оптимальных соотношениях, можно достичь точек, лежащих выше графика рынка капиталов.

Точка *Q* на рис. 7.6 соответствует оптимальной комбинации акций *Alpha Fund* и рыночного портфеля. Посредством соединения получившегося портфеля с безрисковыми ценными бумагами инвесторы могут получить комбинации «риск – доходность», лежащие на линии, соединяющей точки *M* и *Q*. При этом все данные комбинации будут превышать показатели графика рынка капиталов.

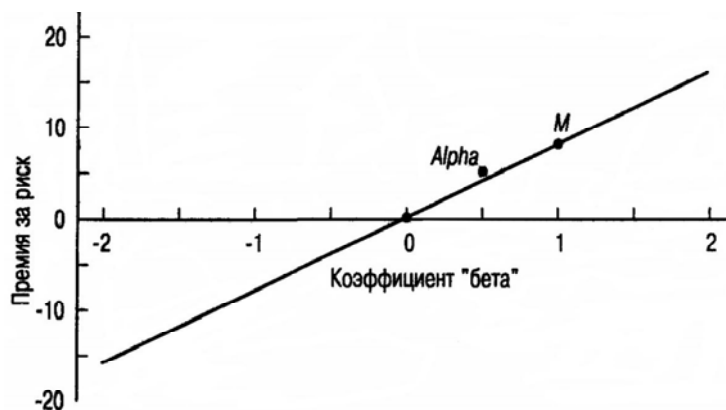


Рис. 7.5. Alpha Fund и линия доходности рынка ценных бумаг (SML)

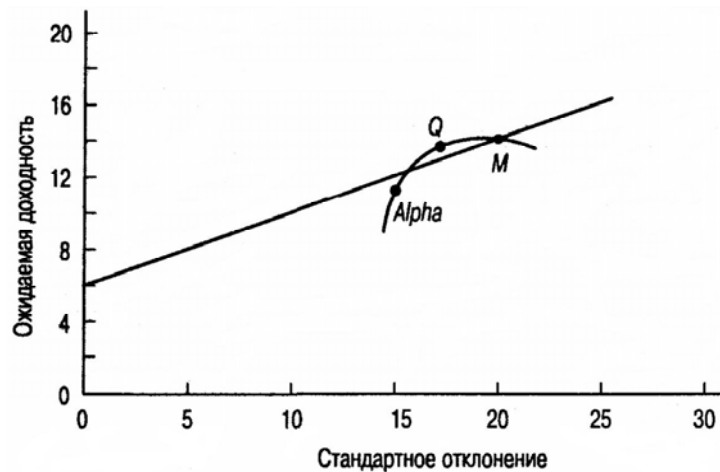


Рис. 7.6. Alpha Fund и график рынка капиталов (CML)

Таким образом, если найти управляющего портфелями ценных бумаг, способного обеспечить положительные значения, то можно «превзойти» рынок.

Модель оценки финансовых активов (САРМ) в экономической практике имеет важное значение в силу двух аспектов.

Во-первых, она обеспечивает теоретическую базу для широко распространенной практики пассивного инвестирования (индексирования). В наше время управление многими миллиардами долларов, вложенных по всему миру через пенсионные фонды, взаимные фонды и другие организации, осуществляется посредством пассивного управления с применением стратегии индексирования. Индексирование также позволяет использовать простые и достаточно обоснованные эталоны для измерения эффективности применения стратегий активного инвестирования.

Во-вторых, с помощью САРМ можно в ряде случаев оценить предполагаемые ставки доходности. Например, учетные ставки с поправкой на риск или рыночные ожидаемые ставки доходности финансовых активов, которые необходимы в качестве исходных данных для использования в моделях оценки акций на основе дисконтированных денежных потоков. Менеджеры компаний применяют эти модели для принятия решений по вопросам планирования инвестиций. САРМ используется также для установления «справедливых» норм прибыли для оценки отдачи вложенного капитала в государственных фирмах или фирмах, использующих в своей деятельности метод ценообразования «издержки плюс фиксированная прибыль».

7.7. Стратегия управления портфелем

План (стратегия) размещения активов предполагает учитывать характеристики инвестиций и сбережений, экономические перспективы, налоговую ситуацию, ожидаемые доходы, склонность к риску. Такая стратегия должна быть рассчитана и периодически пересматриваться для поддержания соответствия вложений инвестиционным целям корпоративного или частного инвестора.

Чтобы выбрать подходящий набор активов и сформировать портфель, инвестору необходимо исследовать каждую из категорий активов относительно таких характеристик, как: доходность, потенциал роста курсовой стоимости ценных бумаг, безопасность, ликвидность, издержки на совершение сделок (брокерские комиссионные, транзакционные) и потенциальная экономия на налогах.

Многие инвесторы используют акции специализированных инвестиционных фондов как часть своей инвестиционной деятельности. В качестве альтернативы построению собственного портфеля инвестор может рассматривать акции инвестиционных фондов, которые стремятся уменьшить влияние на портфель рыночных колебаний. Эти фонды, согласно стратегиям управления активами, делают акцент на диверсификации и оперируют на уровне относительно умеренных результатов, жертвуя спекулятивными возможностями максимальной доходности в пользу предсказуемости. Как правило, для инвесторов, располагающих достаточными инвестиционными ресурсами и свободным временем, самостоятельное размещение активов может быть оправданным. Инвесторы, имеющие меньший капитал и/или не имеющие свободного времени, могут считать специализированные фонды размещения активов наиболее привлекательными.

Главное, следует предусмотреть, что эффективная стратегия создается на длительный период. Построив такую схему, инвестор может действовать в ее рамках, по крайней мере, 7–10 лет, а возможно и дольше. Если стратегия создана, ее придерживаются. Ключ к успеху в том, что вы остаетесь верными выбранной стратегии в условиях рыночной стихии случайностей, а не мечетесь от одной случайности к другой. Зачастую такая стратегия поведения более выгодна именно среднему рыночному инвестору, чем работа на крайних полюсах спекулятивной доходности и высокого риска или минимального риска и низкой доходности.

Стратегия выбора и управления портфелем активов имеет типические характеристики, несмотря на различия в целях инвесторов. Стратегия управления портфелем инвестиций имеет определенную упорядоченность, например:

- установление точных финансовых целей, подчеркивая, что инвестор хочет получить от своих денег;
- определение временного горизонта: краткосрочный – до 2 лет, среднесрочный – от 2 до 5 лет и долгосрочный – более 5 лет;
- определение склонности корпоративного или частного инвестора к риску, пусть даже в самом общем виде: более консервативный – менее консервативный;
- выбор портфеля инвестиций, который соответствуют избранным целям, принимая во внимание компромиссы, на которые нужно пойти;
- анализ текущего размещения активов в портфеле и сравнение его с «целевыми» инвестициями и рыночными показателями (рыночным портфелем);
- периодический пересмотр структуры портфеля инвестиций.

Вместе с тем каждый корпоративный и частный инвестор может сформулировать и предложить свою собственную стратегию управления портфелем инвестиций.

Решение об инвестировании избытка наличности в рыночные ценные бумаги включает в себя определение не только объема инвестиций, но и типа ценной бумаги – объекта инвестиций. В какой-то степени эти два компонента взаимозависимы. Оба они должны быть основаны на оценке ожидаемых чистых потоков наличности и доли неопределенности, связанной с этими потоками. Если будущие потоки наличности известны с достаточной степенью определенности, а кривая доходности возрастает, т. е. долгосрочные ценные бумаги имеют более высокую доходность, чем краткосрочные, то у компании может возникнуть стремление организовать свой портфель таким образом, чтобы срок погашения ценных бумаг примерно соответствовал тому моменту, когда понадобятся денежные средства. *Модель потоков наличности* предоставляет фирме больше возможности в плане максимизации средней доходности всего портфеля, так как вероятность неожиданной продажи значительного количества ценных бумаг невелика.

Еще одним ключевым фактором является степень точности предсказаний (прогноза) потоков наличности. Если точность высока, наиболее важной характеристикой становится срок погашения ценных бумаг. Если будущие потоки наличности фирмы совершенно непредсказуемы, то самые важные характеристики ценной бумаги – это степень ее ликвидности и риск в отношении колебаний ее рыночной стоимости. Вероятно, казначейские векселя и краткосрочные сделки «репо» есть наилучший вариант вложений на случай срочной потребности фирмы в ликвидных средствах. Инвестируя средства в долгосрочные, менее ликвидные ценные бумаги с более высоким риском невыполнения обязательств, можно, однако, достичь более высокой доходности вложений. Хотя фирме всегда следует заботиться о ликвидности ценной бумаги, некоторая возможность потери номинальной стоимости векселя приемлема, если ожидаемый доход достаточно высок. Кроме риска и недостатка ликвидности, будут иметь место транзакционные издержки, сокращающие чистую выручку. Таким образом, фирма сталкивается с уже знакомой проблемой выбора между риском и прибылью.

Чем больше объем портфеля ценных бумаг, тем больше возможностей для специализации и экономии на затратах труда по его обслуживанию. Достаточно большой портфель ценных бумаг может оправдывать содержание сотрудников, ответственных только за управление им. Такая группа может предпринимать исследования, планировать изменения, быть в курсе ситуации на рынке и постоянно анализировать и улучшать положение фирмы. Более того, необходимо постоянно прилагать усилия к достижению максимально возможного дохода, однако при этом следует принимать во внимание потребность фирмы в наличности. Техника заключения сделок в такой фирме зачастую очень сложна. Для компании с менее крупным портфелем содержание специального штата сотрудников для управления им может оказаться экономически неоправданным. Для компаний этого типа будет характерно ограниченное разнообразие видов ценных бумаг в портфеле.

Зная общую ликвидность фирмы (ее транзакционный остаток и резервный остаток), мы должны выяснить, каково оптимальное распределение средств между наличностью и рыночными ценными бумагами. Это, в свою очередь, дает средний уровень наличности и объем инвестиций в ценные бумаги.

Контрольные вопросы

1. Что представляют финансовые активы по своей экономической природе?
2. Назовите разновидности финансовых рынков.
3. Каково назначение финансовых рынков?
4. Чем отличаются первичный и вторичный финансовые рынки?
5. Что такое риск на финансовом рынке?
6. Чем различаются диверсифицированный и не диверсифицированный риски?
7. Какие можно выделить виды основных ценных бумаг, в чем их особенности?
8. В чем заключаются основные отличия акций и облигаций как объектов инвестирования?
9. Назовите основные инвестиционные качества ценных бумаг?
10. Какими методами оцениваются ценные бумаги?
11. С какой целью осуществляется рейтинг ценных бумаг?
12. Что представляет собой портфель ценных бумаг и для чего он формируется?
13. Сформулируйте принципы формирования портфеля.
14. Перечислите этапы формирования портфеля.
15. Какие типы портфеля существуют и как они соотносятся с инвестиционными предпочтениями инвесторов?
16. Чем портфель роста отличается от портфеля дохода?
17. Назовите три основные модели создания схемы размещения активов.
18. На чем основан подход Г. Марковица к инвестированию на финансовом рынке?
19. Чем отличается подход У. Шарпа от подхода Г. Марковица?
20. Что предложил включить в анализ портфеля Д. Тобин?
21. Какова критика основных исходных допущений классической портфельной теории?
22. Какого рода функцией является ожидаемая доходность портфеля ценных бумаг?
23. Определите понятие риска инвестиционного портфеля.
24. Какую роль играет ковариация при определении риска портфеля?
25. Дайте определение полного портфеля.
26. Как осуществляется выбор оптимального портфеля?
27. Что означает премия за риск?
28. Что отражает график рынка капиталов?
29. Что характеризует показатель «бета»?
30. Что представляет собой линия доходности ценных бумаг?
31. Поясните коэффициент «альфа».
32. Как CAPM используется на практике?
33. В чем заключается идея стратегии индексирования?
34. Назовите этапы стратегии управления портфелем инвестиций.
35. Раскройте стратегию управления портфелем на основе прогноза ликвидности.

Тема 8. ИНВЕСТИЦИОННЫЙ КЛИМАТ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА

8.1. Понятие инвестиционного климата и методы его оценки

Начиная с 80-х годов, иностранный капитал становится дефицитом в мировой хозяйствующей системе, поэтому на мировом рынке капиталов идет жесткая конкурентная борьба за иностранные инвестиционные ресурсы. Наибольших успехов в этой борьбе добились страны, для которых привлечение иностранных инвестиций является приоритетным направлением экономической политики и которые принимают все необходимые меры для создания благоприятного инвестиционного климата.

Условия, влияющие на приток капитала в страну, складываются из широкого комплекса факторов, объединяемых под общим понятием «*инвестиционный климат*».

Оно включает в себя идеологию, политику, экономическое положение, культуру, социальную и политическую стабильность и другие аспекты, которые оценивает инвестор, принимая решение о капиталовложениях, и которые позволяют ему сделать вывод об уровне инвестиционного риска.

Важное влияние на инвестиционный климат оказывает государственная политика в отношении капиталовложений: участие страны в системе международных договоров и традиции их соблюдения; стабильность и однозначность функций органов государственного управления; степень и методы их

вмешательства в экономическую деятельность; эффективность работы государственного аппарата, оперативность принятия решений, последовательность в проведении экономической политики и т.п.

Инвестиции пойдут туда, где вложения ожидает меньшая рискованность и более высокая эффективность, чем в других государствах. Иными словами, *где лучше инвестиционный климат*.

Оценки инвестиционного положения страны необходимы инвесторам, служа им ориентиром. Но еще нужнее правительствам стран, чтобы представить, насколько государство притягательно (в сравнении с другими) для инвесторов, и, самое главное, определить те меры, которые позволят ему стать привлекательней других.

Оценивая рентабельность капиталовложений, инвестор анализирует прямые затраты, связанные с предпринимательской деятельностью, ограничения на нее, вытекающие из действующих законодательных актов, и принимает в расчет четкость отдельных норм, практику использования подзаконных актов, наличие неясных или недостаточно однозначно отрегулированных вопросов, оперативность информации по нормативной базе инвестирования.

При этом иностранный инвестор оценивает не только текущее положение в стране, но и устойчивость традиций применения декларируемых государством положений и принципов и в этом смысле является весьма консервативным. Степень инвестиционного риска для инвестора снижается не в момент принятия нормативного акта, а по прошествии времени, которое позволяет ему убедиться, что данный акт становится устойчивой и надежной нормой.

Опыт мировой экономики показывает, что при наличии развитой системы регулирования инвестиционной деятельности приток иностранного капитала способствует дальнейшему экономическому росту на основе повышения производительности труда и развития конкурентоспособности собственного потенциала.

Понятие инвестиционного климата отличается сложностью и комплексностью и может рассматриваться как на макро-, так и на микроэкономическом уровне.

На *макроуровне* оно включает в себя показатели политической (включая законодательство), экономической и социальной среды для инвестиции.

Для потенциальных инвесторов в России при анализе политической ситуации решающую роль играют политика государства в отношении иностранных инвестиций, вероятность национализации иностранного имущества, участие страны в системах международных договоров по различным вопросам, прочность государственных институтов, преемственность политической власти, степень государственного вмешательства в экономику и т.д.

На инвестиционном климате отрицательно сказываются не только прямые ограничения деятельности иностранных фирм, содержащиеся в законодательстве, но и нечеткость и особенно нестабильность законодательства принимающей страны, поскольку эта нестабильность лишает инвестора возможности прогнозировать развитие событий, что снижает рентабельность вложений.

Среди экономических параметров основное внимание при оценке инвестиционного климата уделяется общему состоянию экономики, положению в валютной, финансовой и кредитной системах, таможенному режиму, возможностям использования рабочей силы (стоимость рабочей силы и ее соотношение со средним уровнем квалификации работников и производительностью труда).

Большую роль в оценке социальной среды для инвестиций играют показатели отношения к иностранным инвестициям в обществе, степень его расслоения, наличие или отсутствие согласия по основным вопросам экономического и социального развития страны, уровень безработицы, возможность забастовок.

На *микроуровне* инвестиционный климат проявляет себя через двусторонние отношения фирмы-инвестора и конкретных государственных органов, хозяйственных субъектов-поставщиков, покупателей, банков, а также профсоюзов и трудовых коллективов принимающей страны.

Инвестиционный климат предприятия характеризуется множеством признаков. Они прежде всего определяются инвесторами исходя из их опыта и целей инвестиций.

Признаки инвестиционного климата на предприятии:

а) экономические:

- финансовая стабильность и темпы развития в течение ряда последних лет (три и более);
- структура капитала (соотношение собственных и заемных средств);
- конкурентоспособность предприятия на рынке, характеристика взаимоотношений с конкурентами;
- уровень морального и физического износа основных средств;
- другие признаки;

б) внеэкономические:

- известность предприятия на рынке товаров и услуг;
- качественный состав владельцев предприятия;
- кадровая политика владельцев (частота смены руководящего состава предприятия, квалификационные характеристики АУП и производственного персонала и т.д.);
- репутация руководства предприятия и его владельцев (выполнение обязательств перед партнерами и инвесторами и др.);
- другие признаки.

На этом уровне происходит как бы конкретизация обобщенной оценки инвестиционного климата в ходе реальных экономических, юридических, культурных контактов иностранной фирмы с новой для нее средой.

Макро- и микроуровни понятия инвестиционного климата воспринимаются инвесторами как единое целое, поскольку, например, практически любые законодательные усилия федерального правительства по формированию благоприятного инвестиционного климата могут быть блокированы нормотворчеством местных властей, а усилия на местном уровне по созданию льготного хозяйственного режима для иностранных инвестиций зачастую могут компенсировать некоторые изъяны общеэкономического регулирования центрального правительства.

В ходе анализа различные параметры приводятся к общему, который воплощается в показателе *инвестиционного риска*.

Если инвестиционный климат в стране неблагоприятен, то возрастает риск инвестирования, и страна – реципиент инвестиций должна нести более высокие издержки по привлечению иностранного капитала, чем страны с благоприятным инвестиционным климатом.

Такие издержки связаны с созданием более льготного, по сравнению с национальным, правового и хозяйственного режима для инвестирования, призванного увеличить прибыльность иностранному инвестору, с тем чтобы компенсировать высокий инвестиционный риск.

Неблагоприятный инвестиционный климат имеет для страны, принимающей инвестиции, реальное денежное выражение, в котором исчисляются материальные потери вследствие недополучения значительных инвестиций и низкой эффективности «работающих» иностранных капиталовложений.

В экономической литературе существуют различные подходы к оценке инвестиционного климата национальной экономики, различающиеся, в зависимости от целей исследования, по количеству анализируемых показателей и их качественным характеристикам, по выбору самих показателей. Приведем некоторые из них.

Широкое применение имеет методика оценки лондонского финансового журнала «Euro money», ключевое место в которой занимает *интегральный показатель надежности (ИПН)*, измеряемый по столбальной шкале.

ИПН содержит девять различных показателей, таких как:

- экономическая эффективность;
- политический риск;
- задолженность;
- обслуживание долга (невыполнение обязательств по выплатам или отсрочка);
- кредитоспособность;
- доступность банковского кредита;
- доступность краткосрочного финансирования;
- доступность долгосрочного ссудного капитала;
- вероятность возникновения форс-мажорных обстоятельств.

Российское независимое информационное агентство ЮНИВЕРС предлагает оценивать инвестиционный климат России на основе выведения *результатирующего предпринимательского риска*, составляющими которого выступают риски:

- 1) социально-политический;
- 2) внутриэкономический;
- 3) внешнеэкономический.

Конечная цель анализа инвестиционного климата – приведение различных показателей к некоему общему знаменателю. Таким обобщающим показателем выступает *показатель инвестиционного риска*.

Категории инвестиционного климата и инвестиционного риска взаимосвязаны. Чем лучше (благоприятнее) инвестиционный климат, тем ниже инвестиционный риск. И наоборот: чем хуже инвестиционный климат, тем выше инвестиционный риск.

Инвестиционный климат в России характеризуется такими привлекательными особенностями для внешних вкладчиков, как:

- весьма емкий рынок;
- богатые запасы природных ресурсов;
- относительно квалифицированная и дешевая рабочая сила;
- значительный научно-технический потенциал;
- наличие неиспользуемых производственных мощностей.

Негативно инвестиционный климат в России характеризуют:

- кризисное состояние экономики и разбалансированность структуры народно-хозяйственного комплекса;
- сохраняющаяся политическая нестабильность;
- высокие темпы инфляции и неконвертируемость рубля;
- неотлаженный внутренний механизм управления экономикой;
- относительно слабое развитие инфраструктуры связи, складского хозяйства, жилья и бытовых услуг;
- неразвитость сферы деловых услуг (информация, консультации, посредничество, переподготовка кадров и т.п.) и др.

На фоне этих обстоятельств, изменения которых требуют времени и целенаправленных усилий, обнадеживающе выглядят восстановление хозяйственных связей между товаропроизводителями и регионами, повышение договорной дисциплины, снижение уровня экономических преступлений.

На инвестиционный климат прямое влияние оказывают:

- общее состояние экономики страны и фаза его развития;
- положение в валютной, финансовой и кредитной сферах;
- таможенный режим;
- уровень инфляции;
- устойчивость валютного курса;
- размер кредитных ставок;
- стоимость рабочей силы, ее соответствие производительности труда и квалификации персонала.

Спад производства, инфляция, неустойчивость валютного курса, невозможность получения долгосрочных кредитов в стране, постоянные изменения таможенного режима – все это не способствует созданию благоприятного климата для иностранных инвестиций.

Важным фактором, обеспечивающим инвестиционную привлекательность экономики, является отлаженность системы отношений государственных и коммерческих структур, ее обеспеченность соответствующими стабильными правовыми актами и наличие традиций их однозначного применения.

По мнению зарубежных инвесторов, при принятии ими решений о финансировании проектов важны своевременная и четкая выдача государственными органами разрешений на сооружение и эксплуатацию промышленных установок, экспорт производимой продукции (в том случае, если существуют ограничения на экспорт), права (лицензий) на добычу нефти, газа и других полезных ископаемых, открытие для предприятий с иностранными инвестициями валютных счетов за рубежом и т.д.

8.2. Понятие инвестиционной политики, особенности ее формирования на разных уровнях управления

Проблемы повышения инвестиционной активности, реконструкции экономики не могут быть решены только за счет увеличения масштабов государственного инвестирования.

Бюджетные инвестиции ограничены, поскольку надо осуществлять прежде всего некоммерческие (бесприбыльные) инвестиционные проекты в социальной сфере, оказывать поддержку жизнеобеспечивающим производствам. Поэтому на первый план выходят задачи создания благоприятных условий для национального частного капитала, отработки механизмов его накопления и трансформации в реальные инвестиции, содействия реализации инвестиционных программ за счет внутренних источников.

Под *инвестиционной политикой* следует понимать систему действий, применяемых субъектом инвестиций, направленных на достижение наибольшего эффекта от инвестиционной деятельности. Разработка и реализация инвестиционной политики позволяет принимать эффективные управ-

ленческие решения, связанные с развитием субъекта инвестиций в условиях изменения внешних и внутренних факторов, определяющих это развитие.

Инвестиционная политика в общем случае определяет:

- стратегические и тактические цели инвестиций;
- инвестиционный климат.

Инвестиционная политика формулируется субъектом инвестиций на следующих основных уровнях хозяйствования:

- на уровне государства;
- на уровне субъектов РФ и регионов, муниципальных образований;
- на уровне предприятий.

Для каждого уровня хозяйствования существуют свои цели инвестиционной политики и соответственно свои подходы к ее разработке и реализации.

Выделим основополагающие требования, которые должны присутствовать в инвестиционной политике на всех уровнях хозяйствования.

Общие требования к инвестиционной политике, разрабатываемой на всех уровнях хозяйствования. Исходной предпосылкой формирования инвестиционной политики является *общая стратегия экономического развития*. По отношению к ней инвестиционная стратегия носит подчиненный характер и должна согласовываться с ней по целям и этапам реализации. Инвестиционная политика при этом рассматривается как один из главных факторов обеспечения эффективного развития в соответствии с избранной общей экономической стратегией.

В процессе формирования инвестиционной политики выделяется ряд этапов:

1. *Определение периода формирования инвестиционной политики.* Главное условие для определения периода – предсказуемость развития экономики в целом и инвестиционного рынка в частности. В условиях нестабильного развития экономики этот период не может быть слишком длительным и в среднем не может выходить за рамки 3–5 лет (на Западе 10–15 лет). Важным условием является также продолжительность периода, принятого для формирования общей экономической стратегии.

2. *Формирование стратегических целей инвестиционной деятельности.* Надо исходить из системы целей общей стратегии экономического развития.

3. *Разработка наиболее эффективных путей реализации стратегических целей инвестиционной деятельности.* Здесь выделяются два раздела:

3.1. Разработка стратегических направлений инвестиционной деятельности – последовательно решаются задачи определения соотношения различных форм инвестирования на отдельных этапах перспективного периода.

3.2. Разработка стратегии формирования инвестиционных ресурсов. Основные этапы разработки данной стратегии:

- прогнозирование потребности в общем объеме инвестиционных ресурсов;
- изучение возможности формирования инвестиционных ресурсов за счет различных источников;
- определение методов финансирования отдельных инвестиционных программ и проектов;
- оптимизация структуры источников формирования инвестиционных ресурсов (главные критерии оптимизации – обеспечение высокой финансовой устойчивости, максимизация суммы прибыли от инвестирования при различных соотношениях внутренних и внешних источников).

4. *Конкретизация инвестиционной политики по периодам ее реализации.* Устанавливается последовательность и сроки достижения отдельных целей и стратегических задач.

5. *Оценка разработанной инвестиционной политики.* Осуществляется на основе таких критериев, как:

- согласованность инвестиционной политики с общей стратегией экономического развития;
- внутренняя сбалансированность инвестиционной стратегии;
- согласованность инвестиционной стратегии с внешней средой;
- реализуемость инвестиционной стратегии с учетом имеющегося ресурсного потенциала;
- приемлемость уровня риска, связанного с реализацией инвестиционной стратегии;
- результативность инвестиционной стратегии.

Инвестиционная политика государства, как правило, формируется на уровне решения Правительства и находит свое отражение в *федеральной инвестиционной программе и бюджете*. Отдельные

положения, относящиеся к инвестиционной политике, содержатся в посланиях Президента РФ Государственной думе, а также в специальных законах.

Важное направление инвестиционной политики – *определение структуры источников инвестиционных затрат*. Основные меры регулирования инвестиционной деятельности направлены на *снижение доли бюджетных ассигнований* и увеличение доли собственных средств предприятий, частных инвестиций и заемных средств.

При этом особые меры принимаются для привлечения иностранных инвестиций.

Особо следует упомянуть о системе мер по совершенствованию управления финансовыми активами, принадлежащими государству в виде пакетов акций (долей, паев и т.п.). Так, установлено, что решения Правительства и федеральных органов об управлении и распоряжении ценными бумагами, находящимися в федеральной собственности, принимаются только на основании указов Президента РФ.

Упорядочение условий управления и распоряжения ценными бумагами, находящимися в федеральной собственности, создает возможность мобилизации инвестиционных ресурсов на федеральном уровне.

По данным отчета Консультативной службы по иностранным инвестициям МФК и Всемирного банка «Административные барьеры на пути инвестиций в субъектах РФ», в РФ существуют следующие препятствия ведению инвестиционной деятельности:

- налоговое регулирование;
- коррупция в государственных органах;
- отсутствие доступа к бюджетному финансированию;
- высокий уровень налогообложения (несмотря на либерализацию налогового законодательства и общее снижение уровня налогообложения);
- невысокая эффективность судебной системы;
- инфляция.

В последние годы произошли позитивные изменения, к которым относят некоторое снижение налогового бремени, темпов инфляции, криминализации бизнеса.

В программе государственной инвестиционной политики РФ на 2001–2010 годы, подготовленной Минэкономразвития РФ, намечено создание и поддержание условий для достижения такого предложения на рынке капитала, который полностью удовлетворял бы потребность экономики в инвестициях. Расчеты показывают, что только для поддержания текущего уровня прироста производства в 4–5% при модернизации и замене выбывающих мощностей экономике требуется до 10% валовых инвестиций в основной капитал. По оценкам Министерства финансов, России необходимо порядка 15–20 млрд долл. инвестиций ежегодно. Согласно Энергетической стратегии России до 2020 г., только на развитие топливно-энергетического комплекса России в период до 2020 г. необходимо 700 млрд долл.

Как известно, необходимыми условиями для притока инвестиций являются стабильная макроэкономическая и политическая ситуация и законодательная поддержка инвестора (налоговый режим, гарантирование защиты прав инвесторов).

С первым пунктом пока ситуация складывается благоприятно для России: рост ВВП за последние три года (20%) превысил общемировой (10%), ведущие рейтинговые агентства мира регулярно повышают инвестиционный рейтинг России, страна начала погашать досрочно внешнедолговые обязательства, что способствовало росту российского фондового рынка. Однако рассчитывать на значительный приток инвестиций со стороны портфельных инвесторов пока не приходится – общая капитализация российского рынка сопоставима с капитализацией нескольких американских компаний.

Приоритетные направления государственной инвестиционной политики:

- облегчение налогового пресса без сокращения государственных расходов рассчитано на то, что увеличение прибыли, оставляемой предприятиям, будет способствовать росту производства и увеличению сбора налогов, компенсирующему снижению налоговых ставок. До введения нового налогового законодательства величина налогового пресса достигала порядка 60% ВВП. Для сравнения: США и Япония успешно развивались при степени налогообложения немногим более 30%. Поскольку возможности урезания отдельных бюджетных расходов исчерпаны, их снижение может проводиться только на основе глубокого реформирования всей бюджетной сферы, что, в свою очередь, требует проведения реформ, направленных на сокращение бюджетных дотаций и государственных расходов. Это пенсионная и жилищно-коммунальная сферы, военная реформа, аграрная реформа;

- сокращение дотирования топливно-энергетического комплекса и железнодорожного транспорта. Например, реструктуризация угольной промышленности уже показала способность к независимости от бюджета;

- сокращение количества государственных целевых программ, не обеспеченных средствами, прекращение прямого и косвенного субсидирования неэффективных государственных предприятий;

- отказ от практики государственного гарантирования связанных иностранных кредитов и переход к их гарантированию российскими банками. Началом перехода к новой практике послужила сделка между ВТБ и итальянским Mediobanca, которые намерены в ближайшие годы совместно реализовать кредитные линии на 2 млрд долл. в разных областях российской экономики. Это нефтехимическая промышленность, транспорт и экспорт химических продуктов;

- рекапитализация банковской и финансовой сфер, которые не справляются с задачей перелива капитала из капиталозбыточных в капиталодефицитные сектора. Причиной этого стали высокие риски, отсутствие системы гарантий защиты инвесторов, а также отсутствие эффективных инвестиционных проектов и «непрозрачности» хозяйственной деятельности предприятий. В результате навес денежной массы, эмитированной Центробанком для покупки валюты у экспортеров, оторван от инвестиционных нужд развития реального сектора. Российские банки дают кредиты на срок не более 3 лет и под 12–13%. Поэтому основным источником инвестиций для российских предприятий остаются собственные средства;

- повышение эффективности фондового рынка за счет создания новых инструментов и развития инвестиционных институтов (инвестиционных, страховых и пенсионных фондов), рассчитанных на консолидацию и перераспределения в реальный сектор сбережений граждан. По официальным оценкам, инвестиционный потенциал россиян составляет порядка 400 млрд руб. При этом вкладывают в ПИФы и другие финансовые активы только 3% граждан. Каждый третий готов купить ценные бумаги, но не знает, как это сделать (из интервью министра финансов РФ Кудрина, данного ОРТ 13 марта 2007 г.).

На ближайшие годы *отраслевыми приоритетами государственной инвестиционной политики* станут отечественное машиностроение (авиастроение, судостроение), транспортная инфраструктура (коридоры Запад–Восток, Север–Юг, Транссиб и Северный морской путь), информатизация и информационные технологии, энерго- и ресурсосбережение.

По-прежнему остается нерешенной проблема «теневого экономики». Фактически доходы федерального, регионального и местных бюджетов значительно ниже заложенных в бюджет. По оценкам Госкомстата РФ, размеры «теневого экономики» приближаются к 25% ВВП. По оценкам Всемирного банка, эта цифра оставляет 40%. К сожалению, в реальных российских условиях сокрытие части доходов от налогообложения является условием экономического развития. Поэтому ослабление налогового бремени становится главным способом сокращения теневого экономики и ухода от налогообложения.

В крупных экономических районах России за период реформ в целом намечилось улучшение инвестиционной ситуации по мере удаления с востока страны на запад.

Причины, в силу которых отдельные регионы добиваются лучшего положения:

- благоприятная специфика производственной специализации и лучшие стартовые позиции в начале осуществления рыночных реформ (с точки зрения как обеспеченности факторами производства, так и уровня развития);
- более свободный доступ к средствам федерального бюджета и больший размер получаемых из него средств;
- способность создавать собственные местные бюджеты с наполняемой доходной частью;
- проведение на местах структурного маневра, в том числе по увеличению доли затрат на расширение и реконструкцию действующих предприятий, а не на строительство новых;
- высокая активность в осуществлении рыночных реформ, позволяющая подключить к финансированию инвестиций частный капитал и сбережения населения.

В целях повышения эффективности взаимодействия с регионами в области инвестиционно-структурной политики усилия федеральных органов государственной власти и управления должны сконцентрироваться на стратегически наиболее важных направлениях структурных преобразований.

Определим основные элементы формирующейся в субъектах РФ инвестиционной политики:

- разработка и принятие собственного законодательства, регулирующего инвестиционный процесс;
- предоставление (в пределах своих полномочий) инвесторам различных соответствующих современной мировой практике льгот и стимулов финансового и нефинансового характера;

- создание организационных структур по содействию инвестициям;
- аккумуляция средств населения путем выпуска муниципальных займов;
- развитие практики выдачи гарантий субъектов Федерации как одной из форм защиты инвестиций, которую высоко ценят инвесторы, в том числе иностранные.

Инвестиционная политика – существенная часть общей финансовой стратегии предприятия, заключающаяся в выборе и реализации наиболее выгодных путей расширения и обновления его активов с целью обеспечения основных направлений его экономического развития. Она нацелена на обеспечение рационального использования накоплений, оптимальное сочетание различных источников финансирования, необходимых для эффективной деятельности предприятия.

Целью инвестиционной политики предприятия является выявление и укрепление его положения на рынке, последовательное выполнение функций управления процессом коммерческой деятельности и всемерное использование современных методов хозяйствования и средств управления.

Продолжительность периода, на который обосновывается инвестиционная политика предприятия, целесообразно определить равной сроку реализации реформы предприятия.

Инвестиционная политика, разработанная работниками предприятия (и/или специализированными организациями), подлежит рассмотрению руководящими работниками предприятия.

В целях уточнения сроков проведения мероприятий в рамках инвестиционной политики предприятия и обеспечения их финансовыми ресурсами составляются бизнес-планы реализации инвестиционных проектов.

Основные разделы инвестиционной политики предприятия.

1. Общие требования к инвестиционной политике предприятия:

- соответствие мероприятий, которые предполагается осуществить в рамках этой политики, законодательным и иным нормативным и правовым актам по вопросам регулирования инвестиционной деятельности в Российской Федерации;
- достижение экономического, научно-технического, экологического и социального эффекта рассматриваемых инвестиций;
- получение предприятием прибыли на инвестируемый капитал;
- эффективное распоряжение средствами на осуществление бесприбыльных инвестиционных проектов;
- использование предприятием государственной поддержки в целях повышения эффективности инвестиций;
- привлечение субсидий и льготных кредитов международных и иностранных организаций и банков.

2. Условия реализации инвестиционного процесса:

- состояние рынка продукции, производимой предприятием, объем ее реализации, качество и цена этой продукции;
- финансово-экономическое положение предприятия;
- технический уровень производства предприятия, наличие у него незавершенного строительства и неустановленного оборудования;
- сочетание собственных и заемных ресурсов предприятия;
- возможность получения предприятием оборудования по лизингу;
- финансовые условия инвестирования на рынке капиталов;
- льготы, получаемые инвестором от государства;
- коммерческая и бюджетная эффективность инвестиционных мероприятий, осуществляемых с участием предприятия;
- условия страхования и получения гарантий от некоммерческих рисков.

Эффективность инвестиционной политики предприятия оценивается по системе показателей, которые определяются на основе данных бизнес-плана предприятия и предварительных расчетов по обоснованию инвестиционных проектов в рамках инвестиционной политики предприятия.

Целесообразно при разработке инвестиционной политики предприятия оценить возможные риски, связанные с осуществлением инвестиционных проектов.

Влияние коммерческих рисков (различные виды строительных, производственных, маркетинговых, кредитных, валютных рисков) оценивается через вероятное изменение ожидаемой прибыльности инвестиционного проекта и соответствующее уменьшение эффективности инвестиций.

Защита от некоммерческих рисков (стихийные бедствия, гражданские беспорядки, изменения экономической политики государства), не зависящих от инвесторов, может быть осуществлена путем получения государственных гарантий или страхования инвестиций.

Контрольные вопросы

1. Что включает в себя понятие «инвестиционный климат»?
2. Какие основные параметры рассматриваются при оценке инвестиционного климата страны?
3. Какие признаки характеризуют инвестиционный климат предприятия?
4. Каким образом соотносятся понятия «инвестиционный климат» и «инвестиционный риск»?
5. Какие элементы объединяет в себе интегральный показатель надежности?
6. Какова конечная цель анализа инвестиционного климата?
7. В чем заключается привлекательность инвестиционного климата России, каковы его негативные стороны?
8. Какие факторы оказывают влияние на состояние инвестиционного климата страны?
9. Как бы Вы оценили текущее состояние инвестиционного климата Российской Федерации?
10. Что, по Вашему мнению, необходимо предпринять для повышения степени привлекательности инвестиционного климата в России?
11. Что выступает предпосылкой формирования инвестиционной политики?
12. Прохождение каких этапов является обязательным при формировании инвестиционной политики?
13. На основании каких критериев оценивается выбранная инвестиционная политика?
14. Как проходил процесс формирования концепции современной инвестиционной политики в России?
15. К чему сведена концепция инвестиционной политики Правительства Российской Федерации?
16. В чем заключаются основные меры регулирования инвестиционной активности?
17. Какие элементы составляют инвестиционную политику российских регионов?
18. Какова основная цель инвестиционной политики хозяйствующих субъектов?
19. В соответствии с какими требованиями должна быть сформирована инвестиционная политика предприятия?
20. Какие условия должны учитываться при выборе стратегических ориентиров инвестиционной политики предприятия?

Тема 9. ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

9.1. Характеристика институциональных инвесторов и рисков, связанных с их деятельностью

Институциональные инвесторы – это собирательное понятие, представляющее собой группу финансовых институтов, обслуживающих тот сегмент рынка, который носит название портфельных инвестиций.

В экономическом плане понятие «институциональные инвесторы» означает такую схему организации инвестиционного бизнеса, при которой средства, осознанно и целенаправленно вложенные мелким инвестором в определенное предприятие (фонд), аккумулируются в единый пул под управлением профессионального управляющего с целью их последующего прибыльного вложения.

К ним относятся:

- паевые инвестиционные фонды;
- инвестиционные фонды;
- негосударственные пенсионные фонды;
- страховые компании;
- другие подобные образования, построенные по принципу аккумуляции денежных средств и их вложений в ценные бумаги и другие активы.

Институциональные инвесторы характеризуются такими признаками, как:

- привлечение средств путем размещения ценных бумаг или заключения договоров;
- осуществление в качестве основной деятельности инвестирования привлеченных средств в ценные бумаги и иное имущество;
- получение основной доли доходов в форме дивидендов, процентов и доходов от сделок, совершаемых с имуществом;
- распределение доходов, полученных от инвестирования, между участниками коллективного инвестирования путем выплаты им дивидендов, процентов, выплат.

С точки зрения операционной деятельности институциональные инвесторы имеют ряд характерных отличительных черт:

- лица, предоставляющие свои денежные средства финансовому посреднику (управляющему), сами несут риски, связанные с инвестированием;
- управляющий объединяет средства многих лиц (и физических, и юридических), обезличивая отдельные взносы в едином денежном пуле и усредняя тем самым указанные риски для участников коллективной инвестиционной схемы;

- в отличие от ряда традиционных форм инвестирования схемы коллективного инвестирования не предполагают обещания заранее оговоренных фиксированных выплат;
- инвестор, участвующий в коллективных инвестиционных схемах, осведомлен о направлениях инвестирования собранных средств и имеет в связи с этим возможность выбрать ту схему (форму) инвестирования, которая в наибольшей степени соответствует его инвестиционным предпочтениям.

Институциональные инвесторы выполняют функции финансовых посредников: участвуют в мобилизации и перераспределении средств по отраслям в связи с целесообразностью их использования.

Цели и функции институциональных инвесторов вытекают из *теории финансового посредничества*. В ее основе лежит идея эффективности распределения средств на основе преодоления неопределенности рисков, отраженная в работах А. Пигу.

Артур Пигу считал, что незнание дохода на инвестиции мешает рациональному распределению капитала и сокращает объем капитальных вложений. Чтобы снять влияние субъективных оценок следует переадресовать часть риска и дохода по инвестициям. Владелец капитала (*принципал*) разделит свой риск с владельцем информации (*агентом*) о наиболее доходных сферах размещения.

Принципал приобретает знания и информацию о доходах; агент заинтересован поднять цену за знания. Компромисс привел к развитию институциональных инвесторов.

Обслуживаемая ими система выполняет две функции:

- *обеспечение эффективного распределения имеющихся в обиходе денежных единиц* путем перемещения в более доходные (новые) рынки. Это достигается на основе учета различий склонности к инвестированию путем создания системы вторичных обязательств, обеспечивающих вовлечение в оборот новых ресурсов. Также это обеспечивается путем управления риском для различных финансовых активов. Эффективность контролируется путем страхования неопределенных рисков, их перераспределением между экономическими субъектами;

- *стимулирование предпринимательской активности* путем обеспечения экономической системы платежными средствами, а также путем участия иностранных инвесторов в создании новых предприятий и управлении ими.

Интерес потенциальных инвесторов к формам коллективного инвестирования и, в частности, тех, которые намереваются вкладывать средства в корпоративные ценные бумаги, будет расти в зависимости от таких факторов, как:

- тенденция к макроэкономической стабилизации и низким темпам инфляции;
- проведение ЦБ политики «плавного и предсказуемого обменного курса рубля»;
- общее снижение банковских процентных ставок;
- устранение несовершенства механизмов прямого инвестирования, влекущее непомерно высокие затраты на его осуществление.

Условно можно выделить 4 типа институциональных инвесторов, характерных для российского рынка:

- 1) инвесторы, которые придерживаются спекулятивных стратегий;
- 2) институциональные инвесторы, которые придерживаются глобального подхода при формировании своего портфеля с целью диверсифицировать риск;
- 3) иностранные и региональные фонды, в зону интересов которых входит Россия;
- 4) фонды прямых инвестиций.

Необходимо иметь в виду, что в разное время и при разных условиях один и тот же инвестор может попасть в любую из категорий.

У каждого из этих типов инвесторов имеются свои стратегии поведения.

1. *Инвесторы, которые придерживаются спекулятивных стратегий.* Такие инвесторы обычно готовы к принятию на себя большого риска при условии, что он компенсируется соответствующей доходностью. Они обычно достаточно четко отслеживают текущую ситуацию на рынке и сравнительно быстро реагируют на изменения. Имея достаточно большой опыт работы на возникающих рынках и обладая большой мобильностью капитала, они способны сами адекватно оценить ситуацию и очень редко нуждаются в рекомендациях.

2. *Институциональные инвесторы, которые придерживаются глобального подхода при формировании своего портфеля с целью диверсифицировать риск.* Во-первых, такие инвесторы изначально инвестируют крупные суммы и формируют значительные пакеты акций и инвестиционные портфели. Кроме того, такие инвесторы обычно входят в позицию на срок от года и больше. Поэтому

их больше интересует долгосрочная тенденция развития рынка и перспектива компаний, которая определяется прежде всего с помощью фундаментального анализа.

Во-вторых, инвесторы имеют время и возможности определения конкретного момента выхода на рынок и установления планового момента выхода с него.

3. Иностранные и региональные фонды, в зону интересов которых входит Россия, и фонды прямых инвестиций. Для таких инвесторов характерно инвестирование крупных сумм на длительные сроки при контролируемом уровне риска. Данный тип инвесторов обычно имеет время и возможности для всестороннего анализа ситуации на рынках. Их также интересуют долгосрочные перспективы национальной экономики и курс валюты.

Однако невозможность адекватно хеджировать валютный риск естественным образом ограничивает количество желающих прийти на этот рынок.

При реализации инвестиций институциональными инвесторами должны приниматься в расчет и по возможности минимизироваться следующие виды рисков:

1) *политический:*

- перманентный конфликт между законодательной и исполнительной ветвями власти;
- нестабильная политическая ситуация в регионах;
- социальная нестабильность, вызванная растущей дифференциацией в доходах различных слоев населения;

2) *общий экономический:*

- нестабильность рынка и экономических показателей страны;
- невысокий уровень ВВП;
- недостаточный уровень сбережений;
- наличие безработицы;
- значительный уровень инфляции;
- зависимость объемов экспорта и, соответственно, торгового баланса от узкой группы товаров нефтедобывающего комплекса, энергетики и металлургии;

3) *валютный* – выражен в достаточно значительном риске девальвации национальной валюты в России, так как России необходимо обслуживать значительный государственный долг и финансировать социальные выплаты;

4) *законодательный* – данный вид риска обусловлен тем, что:

- российское законодательство окончательно не сформировано и поэтому претерпевает постоянные изменения;
- в российском законодательстве существуют пробелы и соответственно многие вопросы не урегулированы вообще;
- часто российское законодательство не отвечает международной практике защиты прав инвесторов;
- даже по тем правовым отношениям, которые формально урегулированы законодательством, государство часто не выполняет свои функции надзора и регулирования исполнения соответствующих законодательных актов;
- вновь принятые законы, возможно, будут иметь обратную силу;

5) *риск ликвидности* – выражен в трудно прогнозируемой доходности ценных бумаг, обращающихся на российском фондовом рынке;

6) *регистрационный* – риск того, что:

- перерегистрация займет неопределенное время;
- акции вообще не будут перерегистрированы;

7) *риски, связанные с коррупцией* – высокий уровень коррумпированности делает ведение любого бизнеса, в том числе и инвестиционного, непредсказуемым и связанным с непредвиденными расходами.

Общая характеристика некоторых видов институциональных инвесторов

Инвестиционные фонды. Выбор стратегии инвестиционного фонда сводится к определению направления использования накопленных ресурсов для достижения желаемого уровня дохода при существовании инвестиционных ограничений.

Разработка стратегии предполагает:

- 1) формулировку инвестиционной цели (ожидаемый доход);
- 2) выбор инвестиционных предпочтений (определение круга непосредственных объектов инвестирования);
- 3) знание инвестиционных ограничений, установленных государством.

Инвестиционных целей фонда может быть две:

- обеспечение необходимого уровня дивидендов на средства инвесторов, вложенных в фонд;
- прирост стоимости активов фонда (для паевых инвестиционных фондов).

Основные инвестиционные ограничения:

- запрещено осуществлять иные виды инвестиций, кроме инвестирования в ценные бумаги;
- запрещено приобретать голосующие акции любого акционерного общества в случае, если после их приобретения группе предприятий, взаимосвязанных с инвестиционным фондом, будет принадлежать более 10% голосующих акций этого общества.

Такая группа предприятий называется *аффилированная группа* – группа юридических и физических лиц, которым принадлежит 25% акций фонда или предприятий, в капитале которых 25% акций инвестиционного фонда.

Инвестиционным фондам также запрещается:

- приобретать и иметь в своих активах более 10% ценных бумаг одного эмитента по номинальной стоимости;
- инвестировать более 5% своих чистых активов в ценные бумаги одного эмитента;
- инвестировать средства в ценные бумаги аффилированных лиц фонда;
- осуществлять инвестиции в ценные бумаги эмитентов, организационно-правовая форма которых предусматривает полную ответственность;
- производить инвестиции в ценные бумаги компаний, управляющих инвестиционным фондом, депозитария, независимого аудитора, учредителя фонда;
- вкладывать средства в долговые обязательства, за исключением государственных ценных бумаг;
- выпускать долговые обязательства;
- приобретать и иметь в активах акции других инвестиционных фондов;
- выдавать гарантии любого рода и совершать залоговые сделки, а также заключать договора о продаже ценных бумаг, которые ему не принадлежат.

Негосударственные пенсионные фонды. Реализация в РФ пенсионной реформы повлекла за собой развитие системы негосударственного пенсионного обеспечения.

Основным результатом реформирования является создание трехуровневой системы:

- 1-й уровень – базовые пенсии;
- 2-й уровень – трудовые пенсии, в основу которых положен страховой принцип;
- 3-й уровень – негосударственные пенсии.

Развитие негосударственных пенсионных фондов в России происходит достаточно быстрыми темпами. Их возникновению положил начало Федеральный закон от 13.04.1998 г. № АЗ-12-11/2656-ИН «О негосударственных пенсионных фондах». В соответствии с ним пенсионные фонды функционируют независимо от системы государственного обеспечения.

Учредителями пенсионных фондов могут быть как юридические, так и физические лица.

Размещением пенсионных активов фондов занимаются специализированные управляющие компании.

Для осуществления государственного контроля за деятельностью НПФ и управляющих компаний в 1994 г. была создана Инспекция негосударственных пенсионных фондов при Министерстве социальной защиты населения РФ.

Одним из основных инструментов государственного контроля за деятельностью НПФ и компаний по управлению их активами является ее лицензирование в соответствии с Положением о порядке лицензирования, утвержденным Правительством РФ в 1995 г.

В целях урегулирования деятельности НПФ прежде всего необходимо установить законодательные рамки их функционирования. Кроме того, должны быть разработаны меры комплексной защиты вкладчиков и участников НПФ. Чтобы дать толчок развитию цивилизованного рынка НПФ, с одной стороны, должна быть создана система мер по стимулированию их деятельности (налоговые льготы и т.д.), а с другой – необходимо жесткое регулирование деятельности фондов и их управляющих компаний со стороны государственных органов (регистрация, лицензирование и постоянный контроль за деятельностью НПФ и управляющих компаний).

Паевые инвестиционные фонды. Для обеспечения подъема российской экономики необходимо обеспечить вовлечение в инвестиционный процесс средств населения, а также эффективное инвестирование свободных денежных средств и резервов юридических лиц различной формы собственности. По оценкам ЦБ, объемы этих средств значительны.

Именно на создание новой для России формы коллективного инвестирования, способного аккумулировать и инвестировать средства резидентов, и был направлен Указ Президента от 23.02.1998 г. № 193 «О дальнейшем развитии деятельности инвестиционных фондов», объявивший о появлении в России ПИФов.

Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) – это имущественный комплекс без создания юридического лица, доверительное управление имуществом которого осуществляют управляющие компании ПИФов в целях прироста их имущества.

В качестве инвесторов ПИФов не могут выступать государственные органы и органы местного самоуправления.

Стратегическая цель создания и деятельности ПИФов – масштабная консолидация свободных денежных ресурсов и размещение их в реальном экономическом секторе России для эффективных и направленных инвестиций.

Для достижения намеченных целей перед ПИФами стоят две основные задачи:

- 1) обеспечение более высокого потенциала доходности для инвесторов, по сравнению с другими инструментами и направлениями инвестиций, имеющимися на финансовом и фондовом рынках РФ;
- 2) обеспечение надежности и прозрачности вложений, что позволило бы инвесторам свести риск в случае злоупотреблений и возможных форс-мажорных обстоятельств практически к нулю.

ПИФы – это единственная форма институциональных инвесторов, имеющая проработанное нормативное поле, выраженное более чем в 20 нормативных положениях, постановлениях Правительства и указах Президента РФ.

Структура ПИФа включает в себя целый ряд взаимосвязанных компаний.

1. *Управляющая компания*. Размер собственного капитала управляющей компании не должен составлять менее 2,5 млрд руб.

Деятельность по доверительному управлению имуществом ПИФов является для компании исключительной и может совмещаться только с управлением активами НПФ и инвестиционных фондов.

Управляющая компания ПИФа должна получить лицензию ФКЦБ.

Деятельность управляющей компании ПИФа жестко ограничивается и контролируется. В частности, ей запрещено:

- совершать сделки, нарушающие правила фонда и требования к составу и структуре его активов;
- безвозмездно передавать имущество фонда;
- привлекать заемные средства, подлежащие возврату за счет имущества фонда (исключение составляют случаи недостаточности собственных средств для обеспечения выкупа паев, но совокупный объем задолженности строго ограничен);
- предоставлять за счет имущества фонда займы и кредиты;
- покупать за счет имущества фонда активы у своих аффилированных лиц, а также выпущенные этими лицами ценные бумаги; ценные бумаги, выпущенные депозитарием, аудитором и независимым оценщиком фонда;
- приобретать акции управляемых ею инвестиционных фондов;
- приобретать имущество фонда и продавать фонду собственное имущество.

Управляющая компания несет ответственность своим собственным имуществом за ущерб, причиненный владельцам инвестиционных паев в результате ее виновных действий в случае совершения сделок в свою пользу при наличии конфликта интересов с интересами владельцев инвестиционных паев.

2. *Специализированный депозитарий*. Его функции: хранение и учет имущества фонда, контроль за распоряжением им. Он обязан получить лицензию ФКЦБ. Он не может совмещать функцию спецдепозитария ПИФа с профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг в качестве брокера или дилера (за исключением деятельности на рынке государственных ценных бумаг), и его собственный капитал не должен быть меньше 2 млрд руб.

Запрещено участие в уставном капитале депозитария управляющих компаний, с которыми он связан депозитарными договорами, а также участие аффилированных лиц управляющей компании в деятельности органов управления депозитария.

Помимо депозитарных функций депозитарий также выполняет:

- ведение реестра владельцев инвестиционных паев фонда;
- производит расчет стоимости чистых активов ПИФа;
- выступает агентом по размещению и выкупу паев фонда;
- в качестве номинального держателя заключает сделки по приобретению для фонда ценных бумаг и распоряжается ценными бумагами, составляющими имущество ПИФа.

3. *Регистратор*. Ведет реестр владельцев инвестиционных паев ПИФа и представляет собой систему записей о фонде, включая сведения о владельцах паев, суммарном количестве размещенных и выкупленных паев и текущем количестве размещенных паев.

Управляющий вправе заключить договор на ведение реестра как со специализированным депозитарием, так и со специализированным регистратором, имеющим лицензию ФКЦБ.

4. *Независимый оценщик*. В случае если в активах фонда есть такие, которые не обращаются на ограниченных площадках, а значит, не имеют понятных и прозрачных котировок, то независимый оценщик производит оценку активов и определяет их истинную стоимость.

5. *Независимый аудитор*. Выполняет роль финансового контролера ПИФа.

6. *Агенты по размещению и выкупу паев*. Управляющая компания может размещать и выкупать инвестиционные паи самостоятельно или заключить соответствующие договоры с агентами по размещению и выкупу паев.

Агентами ПИФа могут выступать только юридические лица, осуществляющие брокерскую, дилерскую или депозитарную деятельность на основании лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, а также кредитные организации, специализированный депозитарий и Федеральная служба почтовой связи.

Приобретение и выкуп инвестиционных паев ПИФа осуществляется следующим образом.

Вкладывая денежные средства в ПИФ, инвестор заключает с управляющей компанией договор доверительного управления и становится владельцем инвестиционного пая, который является именной ценной бумагой.

Инвестиционный пай удостоверяет право инвестора по предъявлении им управляющей компании требования о выкупе инвестиционного пая на получение денежных средств в размере, определяемом исходя из стоимости имущества ПИФа на дату выкупа. Каждый инвестиционный пай предоставляет его владельцу одинаковые права.

Выкуп инвестиционных паев осуществляется за счет входящих в состав имущества ПИФа денежных средств. В случае недостаточности денежных средств для выкупа паев управляющая компания обязана продать иное имущество, составляющее ПИФ.

Инвесторы вправе свободно распоряжаться принадлежащими им инвестиционными паями, в том числе отчуждать, закладывать, передавать по наследству и совершать с ним сделки в соответствии с законодательством РФ о ценных бумагах. Они вправе в любое время предъявить управляющему требование о выкупе пая, а тот обязан осуществить выкуп в установленные правилами и проспектом эмиссии фонда сроки.

Требования о приобретении и выкупе паев предъявляется в форме заявок, которые могут подаваться управляющему фондом или агентам.

Количество выпускаемых инвестиционных паев устанавливается управляющей компанией. Инвестиционные паи выпускаются в документарной или бездокументарной форме. Срок размещения их не ограничивается. Проценты и дивиденды по ним не начисляются.

Доход инвестора формируется за счет превышения цены выкупа над ценой приобретения пая (в результате прироста стоимости имущества фонда) и может быть получен только при выкупе пая.

Инвестиционные паи при их размещении оплачиваются только денежными средствами.

Неполная оплата или отсрочка платежа при их размещении не допускаются.

Существуют два вида ПИФов:

1. *Открытые ПИФы*. Они удобны для большинства граждан тем, что дают возможность в любое время предъявить купленный пай к выкупу и достаточно быстро получить назад денежные средства в размере цены выкупа (в срок, не превышающий 15 рабочих дней с даты предъявления требования). Открытые ПИФы создаются, как правило, для вложения в ценные бумаги, имеющие признаваемую котировку. В первую очередь, это государственные ценные бумаги и акции крупнейших российских предприятий, кроме того, часть активов фонда может быть размещена в банковские депозиты.

2. *Интервальные ПИФы*. ПИФ признается интервальным, если управляющая компания принимает на себя обязанность осуществлять выкуп выпущенных ею инвестиционных паев по требованию

инвестора в срок, установленный правилами ПИФа, но не реже одного раза в год. Интервальный фонд в большей степени предназначен для инвестиций в низколиквидные активы: обычно к ним относятся акции новых предприятий и ЗАО, недвижимость, права на нее. Управляющий интервального фонда ориентируется на долгосрочный рост, который могут обеспечить перспективные, с его точки зрения, предприятия. Чтобы снизить степень риска, управляющему разрешено приобретать контрольные пакеты акций и фактически участвовать в управлении предприятием. Акции этих предприятий должны быть оценены только независимым оценщиком.

Кредитные союзы (КС). Это добровольное самодеятельное и самоуправляемое на демократических началах объединение лиц в целях создания коллективного денежного фонда для аккумуляции денежных средств и использования их на кредитование производственных или потребительских нужд или на страхование своих членов.

Как и другие виды кооперации, кредитные кооперативы являются объединением лиц, а не капиталов. Членство в них является персональным и непередаваемым. В них действует принцип доступности и добровольности членства.

Кредитный союз является некоммерческой кооперативной организацией со статусом юридического лица, который он получает со дня государственной регистрации. КС создаются по признаку общности места жительства, трудовой деятельности, профессиональной принадлежности и т.д. Число членов КС ограничено и в большинстве случаев не превышает 2000. Это условие вводится для того, чтобы повысить личную ответственность пайщиков перед кредитным союзом, а его администрации – перед пайщиками.

КС в настоящее время является единственным кредитным учреждением, которое может предоставить ссуду частному лицу на экономически приемлемых для него условиях. КС ввиду своих небольших размеров и на основе принципа «все знают всех» способен без значительных издержек и наиболее точно оценить кредитоспособность своего пайщика, основываясь не только на материальном или юридическом обеспечении кредита, но и на его личной порядочности, что значительно упрощает процедуру получения кредита пайщиком КС.

Необходимо учесть, что важнейшим преимуществом кредитного союза перед другими финансовыми институтами является их высокая надежность, достигаемая высоким уровнем взаимного доверия внутри КС и демократическими процедурами управления.

9.2. Инвестиционные институты, их роль в реализации инвестиционной деятельности

В настоящее время инвестиционная политика в РФ реализуется при участии ряда государственных учреждений и организаций.

Министерство экономического развития и торговли Российской Федерации. Его основная функция – участие в формировании государственной инвестиционной политики. Это сводится к следующему:

- разработке основных направлений инвестиционной политики правительства, временных мер по стимулированию инвестиционной активности отечественных и иностранных инвесторов;
- регулированию инвестиционной деятельности;
- проработке предложений по крупным отраслевым, межотраслевым и региональным инвестиционным программам;
- формированию перечня крупных инвестиционных программ, финансируемых за счет средств федерального бюджета;
- подготовке предложений по привлечению и использованию иностранных инвестиционных ресурсов под государственные гарантии.

Российская инвестиционно-тендерная корпорация. Ее учредители: Госкомимущество и группа крупных российских банков.

Осуществляет организацию инвестиционных торгов и правовую защиту инвестиций. В рамках этой корпорации формируется банк данных об отечественных и иностранных предложениях в инвестиционной сфере.

Государственная инвестиционная корпорация. Цель создания: проведение государственной политики в области инвестиций и предоставление гарантий иностранным инвесторам от политических рисков.

Осуществляет экспертизу и контрольный отбор проектов, финансируемых за счет государственных централизованных капитальных вложений (ГЦКВ), которые выделяются централизованным образом Правительством РФ.

Выступает гарантом для иностранных инвесторов: гарантирование осуществляется путем залоговых операций с зарубежными банками.

Российская финансовая корпорация. Создана в 1993 г. по указу Президента РФ. Цель создания – поддержание эффективности инвестиционного процесса в стране.

Функции и полномочия Российской финансовой корпорации:

- является официальным агентом российского правительства по управлению централизованными кредитами;
- осуществляет распределение кредитных ресурсов по поручению правительства, проводит конкурсный отбор и экспертизу проектов;
- организует контроль за эффективностью использования выделенных правительством средств;
- привлекает на коммерческой основе средства инвесторов;
- предоставляет государственные гарантии иностранным инвесторам, кредиторам;
- размещает на конкурсной основе иностранные кредиты, предоставляемые Правительству РФ.

Инвестиционные ресурсы корпорации формируются за счет:

- централизованных государственных кредитов;
- недвижимости, переданной корпорации в хозяйственное ведение для выполнения установленных задач;
- привлеченных ресурсов КБ и других финансовых институтов, включая иностранные.

Как агент правительства корпорация имеет ряд льгот при получении долгосрочных кредитов на осуществление внешнеторговых операций по реализации инвестиционных проектов, доход от которых идет также на финансирование инвестиционной деятельности.

Банк России (ЦБ РФ):

- является агентом правительства по размещению государственных займов (функция инвестиционной компании);
- вкладывает собственные ресурсы в ФИД в качестве дилера;
- создает вторичный рынок ценных бумаг – функция брокера;
- разрабатывает и проводит денежно-кредитную политику;
- формирует инвестиционный климат в стране.

9.3. Международные инвестиционные институты, требования, предъявляемые к проектам, финансируемым ими

Всемирный банк – межправительственное учреждение, созданное в 1944 г. для содействия экономическому развитию стран-членов путем предоставления займов.

Группа Всемирного банка включает в себя такие структурные подразделения, как:

- Международный банк реконструкции и развития (МБРР);
- Международная ассоциация развития (МАР);
- Международная финансовая корпорация (МФК);
- Многостороннее агентство гарантирования инвестиций (МАГИ);
- Международный центр по урегулированию инвестиционных споров (МЦУИС).

Сумма активных займов Всемирного банка составляет 110 млрд долл. США.

Инвестиционные приоритеты данной организации в отраслевом отношении: промышленность, сельское хозяйство, здравоохранение.

90% займов направлено на оказание технической помощи, которая включается в категорию инженерно-конструкторских услуг, в том числе анализ технической осуществимости проекта и непосредственно проектировка.

Также оказывается административно-организационная помощь, предусматривающая оценку принятой инвестиционной политики, оценку организационных структур, содействие в руководстве проектом, техническую подготовку специалистов.

Важный этап помощи – технико-экономическое обоснование проекта при поддержке ООН, после чего происходит утверждение проекта для финансирования.

Международный банк реконструкции и развития (МБРР). Был создан в 1944 г. на Бреттон-Вудской конференции ООН одновременно с Международным валютным фондом.

Его акционерный капитал составляет 200 млрд долл.

В составе учредителей 181 страна.

В настоящее время основной целью банка, как определено Советом исполнительных директоров, является помощь государствам-заемщикам в снижении уровня бедности и повышении уровня жизни посредством стимулирования устойчивого развития и инвестиций в население.

Правовой основой политики Банка является принцип «кредитора в последней инстанции», в соответствии с которым, прежде чем принять решение о выделении кредита, Банк должен удостовериться в том, что заемщик не сможет получить средства на разумных условиях от других кредиторов.

Средства банка предоставляются сугубо на нужды, оговоренные в договоре, после тщательной проверки проекта под государственные гарантии.

Предоставление займа не сопровождается условиями использования кредитного капитала на закупки в определенных странах – членах банка.

Процентная ставка по займу тесно связана со стоимостью приобретения средств на рынке капитала и периодически пересматривается (через каждые 6 месяцев).

Международная ассоциация развития (МАР). Создана в 1960 г. с целью предоставления финансирования для стимулирования развития стран – членов МАР в наименее развитых регионах мира. Ее деятельность схожа с деятельностью МБРР, но она предоставляет кредиты на высоко льготных условиях.

Уставной капитал организации – 91 млрд долл.

В ее составе 158 стран.

Фонды этой организации формируются за счет взносов стран-членов, а также за счет отчислений от прибыли МБРР.

Кредиты МАР менее обременительны для национальных экономик, чем МБРР.

Право на их получение тесно связано с показателем годового объема ВВП на душу населения (менее 650 долл. США).

Странам – членам МАР могут предоставляться беспроцентные кредиты, выделяемые правительствам этих государств на 35–40 лет с льготным периодом в 10 лет.

Международная финансовая корпорация (МФК). Образована в 1956 г. для содействия развитию частного сектора экономики.

Помимо собственных средств (взносы членов) имеет возможность привлекать ресурсы международных банков, которые кредитуют проекты по линии МФК по относительно низким ставкам (7–8%).

Маржа, взимаемая МФК, обычно не более 0,5%.

МФК финансирует инвестиционные проекты, как правило, частично:

- новые проекты – не более 25% стоимости;
- проекты модификации – не более 40%.

Максимальный размер средств, инвестируемых МФК, – 70 млн долл., минимальный – 2 млн долл.

Принимая решение об инвестировании, МФК не требует финансовых гарантий от правительства, но учитывает макроэкономические последствия проекта, а не только результат фирмы-реципиента.

Одно из условий предоставления средств МФК – продажа части готовой продукции за валюту на внешнем рынке (что требует высокого качества будущих изделий).

Компании, финансируемые МФК, обязаны предоставлять ежеквартальную отчетность и годовой финансовый баланс.

МФК – крупнейший инвестор Центральной и Восточной Европы. Имеет представительство и в Москве.

Многостороннее агентство по гарантированию инвестиций (МАГИ). Оно было основано в 1988 г. для предоставления иностранным инвесторам, осуществляющим инвестиции в развивающиеся государства – члены МАГИ, гарантий от убытков, связанных с некоммерческими или политическими рисками. Агентство также оказывает услуги в целях содействия в привлечении инвестиций.

Международный центр по урегулированию инвестиционных споров (МЦУИС). Является единственной нефинансовой организацией Группы Всемирного банка. Его задача состоит в урегулировании споров посредством примирения или арбитража в соответствии с Конвенцией по урегулированию споров между государствами и подданными других государств.

Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР). Образован в 1991 г. с уставным капиталом в 10 млрд ЭКЮ (на сегодняшний день он составляет 20 млрд ЭКЮ) 60 странами-учредителями (все европейские страны, Россия, США и Япония).

Его штаб-квартира находится в Лондоне, 28 представительств – в других странах.

В России 4 представительства: в Москве, Санкт-Петербурге, Екатеринбурге и Владивостоке.

ЕБРР имеет два департамента: Деловой банк и Банк развития.

Деловой банк финансирует проекты частных и приватизированных предприятий.

Банк развития финансирует проекты содержания и развития рыночной инфраструктуры в государствах Центральной и Восточной Европы, СНГ.

Спектр услуг банка включает финансирование программ и проектов содействия акционированию предприятий. Около 60% финансовых средств направляется на развитие частного сектора.

ЕБРР предоставляет долгосрочные займы для коммерческих предприятий сроком на 10 лет, для приватизированных предприятий – 15 лет.

Объем выделенных средств на финансирование, как правило, не превышает 35% стоимости инвестиционного проекта. Банк не требует правительственных гарантий.

Плата за предоставленные ресурсы определяется на базе их рыночной стоимости на международных рынках.

Получение финансовой поддержки от вышеперечисленных инвесторов предполагает обширные исследования условий и результатов осуществления проектов.

Эти исследования сводятся к анализу экономической, технической, организационной, социальной, экологической, финансовой и иных составляющих аспектов реализации проекта.

Экономический анализ призван определить способности данного проекта к достижению целей, стоящих перед национальной экономикой: есть ли другие пути их достижения с более низкими затратами и таким же результатом. Экономическая эффективность проекта оценивается применительно к конкретной цели по его результату.

Анализ технических аспектов предполагает изучение проектно-сметной документации и графика выполнения этапов работ, т.е. соответствуют ли они масштабам проекта и срокам его реализации.

Анализ организационный аспектов предусматривает оценку компетентности управленческого персонала и соответствия организационной структуры задачам реализации проекта.

При анализе социальных аспектов оценивают, в какой степени проект учитывает социально-культурный, демографические и другие особенности.

Экологическая оценка проводится с целью определения возможного влияния проекта на природный комплекс и изменение окружающей среды, при этом важным является экологическая оптимизация проекта. Как правило, требуется количественная оценка затрат (единовременных и текущих), которые необходимы для достижения заданных государственных нормативов.

Финансовый анализ проводится на основе изучения представленного финансового отчета (прогнозного) и отчета о прибылях и убытках. Конечная цель – оценка эффективности и рентабельности проекта и вероятности его осуществления в установленные сроки.

Международное агентство по страхованию инвестиций (MIGA). В декабре 1992 г. подписана и ратифицирована международная конвенция о создании MIGA. Это явилось решением проблемы участия государств в страховании политических и коммерческих рисков иностранных инвесторов (риск гражданской войны и экспроприации, несоблюдения правительством принятых на себя обязательств по отношению к иностранному инвестору).

Дело в том, что государство, принимая иностранные инвестиции, не может осуществлять страхование их от политических рисков, так как это, по существу, является страхованием от собственных действий. Когда речь идет о политических рисках, государство может гарантировать иностранным инвесторам только то, что по отношению к ним не будут применяться такие меры регулирования, которые войдут в противоречие с их имущественными правами. (Такие гарантии были провозглашены в Законе «Об иностранных инвестициях в РФ».)

Подобная ситуация, не имевшая довольно долго правового разрешения, привела к тому, что государства – экспортеры капитала и государства, привлекающие иностранный капитал, испытывая одинаковую заинтересованность в усилении защиты инвестиций, нашли наиболее приемлемый выход в учреждении международной независимой страховой организации.

Инвестор, заключая договор с Агентством об условиях гарантий его инвестиций (конкретные условия договора устанавливаются Советом директоров Агентства), получает при наступлении страхового случая компенсацию, кроме того, Агентство выступает в качестве истца (за инвестора) в арбитражном суде и иных судебных инстанциях.

Гарантии Агентство обеспечивает за счет государств, делающих взносы, в первую очередь это США – 20,5% вкладов и ФРГ – 5,1%, еще 40% приходится на Австралию, Австрию, Японию, Бельгию,

Канаду, Данию, Финляндию, Францию, Исландию, Ирландию, Италию, Люксембург, Нидерланды, Новую Зеландию, Норвегию, Швецию, Швейцарию, Великобританию.

Принимая во внимание стремление России соответствовать современным требованиям международных экономических отношений и выступать в роли равноправного партнера с другими государствами, ее вступление в MIGA стало одним из ключевых моментов создания отечественной системы страхования иностранных инвестиций.

Контрольные вопросы

1. Какие образования экономических субъектов могут рассматриваться как институциональные инвесторы?
2. Какими характерными признаками обладают институциональные инвесторы?
3. Каковы функции, присущие институциональным инвесторам?
4. В чем принципиальные отличия различных типов институциональных инвесторов?
5. Охарактеризуйте факторы, влияющие на выбор стратегии поведения институционального инвестора?
6. Проранжируйте виды рисков по степени негативности влияния на деятельность институциональных инвесторов?
7. Какие основные виды институциональных инвесторов функционируют в России?
8. Что послужило предпосылкой создания негосударственных пенсионных фондов?
9. Решению каких задач посвящена деятельность паевых инвестиционных фондов в России?
10. Каковы основные преимущества функционирования кредитных союзов?
11. Какие государственные институты принимают участие в реализации инвестиционной политики Российской Федерации?
12. К чему сводится основная функция МЭРиТ РФ в части реализации инвестиционной политики Правительства России?
13. Какие организации являются учредителями Российской инвестиционно-тендерной корпорации?
14. Какой государственный инвестиционный институт предоставляет гарантии иностранным инвесторам от политических рисков?
15. Какая организация является ответственной за распределение централизованных кредитов Правительства РФ?
16. Какие структурные подразделения входят в группу организаций Всемирного банка?
17. Что является основной целью деятельности МБРР?
18. За счет каких источников формируется уставный фонд МАР?
19. На каких условиях предоставляет средства МФК?
20. Какие основные структурные подразделения входят в состав организации ЕБРР?

Тема 10. ИНОСТРАННЫЕ ИНВЕСТИЦИИ, ИХ ВЛИЯНИЕ НА РАЗВИТИЕ НАЦИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ

10.1. Юридическая база регулирования деятельности иностранных инвесторов в РФ

В настоящее время привлечение иностранного капитала в страну и его функционирование регулируются довольно большим количеством документов, которые подразделяются на четыре группы:

- 1) международные договоры и соглашения, участницей которых является Россия (Вашингтонская конвенция о порядке разрешения инвестиционных споров между государствами и иностранными лицами, которую Россия подписала в 1992 г.; Сеульская конвенция о международной системе страхования иностранных инвестиций, подписанная Россией в том же 1992 г., и др.);
- 2) базисные нормативные акты общефедерального характера (Гражданский, Налоговый, Таможенный и другие кодексы, законы о таможенном тарифе, о приватизации, об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью, о государственном регулировании внешнеторговой деятельности и многие другие);
- 3) нормативные документы, непосредственно регулирующие приток и деятельность иностранного капитала в России, в том числе подзаконные акты федеральных министерств и ведомств (федеральные законы, указы Президента, постановления и распоряжения Правительства, инструкции и приказы министерств и ведомств);
- 4) региональные нормативные акты, касающиеся инвестиционной деятельности на территории субъектов Федерации (программы внешнеэкономического и, в том числе, инвестиционного сотрудничества; рамочные соглашения о сотрудничестве; создание банков данных и т.д.).

В Федеральном законе от 09.07.1999 г. № 160-ФЗ (ред. от 27.07.2002 г.) «Об иностранных инвестициях» определено следующее понятие иностранных инвестиций: «*Иностранные инвестиции* – это вложение иностранного капитала в объект предпринимательской деятельности на территории Российской Федерации в виде объектов гражданских прав, принадлежащих иностранному инвестору, если такие объекты гражданских прав не изъяты из оборота или не ограничены в обороте 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» (гл. 1, ст. 1).

Иностранными инвесторами, которые вправе в соответствии с законодательством государства его гражданства (учреждения – для предприятий и организаций) осуществлять инвестиции на территории Российской Федерации, являются:

- иностранное юридическое лицо, гражданская правоспособность которого определяется в соответствии с законодательством государства, в котором оно учреждено;
- иностранная организация, не являющаяся юридическим лицом, гражданская правоспособность которой определяется в соответствии с законодательством государства, в котором она учреждена;
- иностранный гражданин, гражданская правоспособность и дееспособность которого определяются в соответствии с законодательством государства его гражданства;
- лицо без гражданства, которое постоянно проживает за пределами Российской Федерации, гражданская правоспособность и дееспособность которого определяются в соответствии с законодательством государства его постоянного места жительства;
- международная организация, которая вправе в соответствии с международным договором Российской Федерации осуществлять инвестиции на территории Российской Федерации;
- иностранные государства в соответствии с порядком, определяемым федеральными законами (гл. 1, ст. 2 Федерального закона от 09.07.1999 г. № 160-ФЗ (ред. от 27.07.2002 г.) «Об иностранных инвестициях»).

Действующих на российском рынке иностранных инвесторов можно условно разделить на три группы:

1) инвесторы, действующие в анклавной части общего правового поля национального режима хозяйствования. Эти инвесторы в наибольшей мере защищены от слабopедсказуемых изменений условий хозяйствования благодаря специальным законодательным положениям и (или) специальным соглашениям с органами власти на основе законодательных, нормативных актов, дающих им определенные льготы в налоговом, таможенном, организационном режимах деятельности;

2) инвесторы – мелкие и средние товаропроизводители, обладающие оригинальной технологией производства продукции и услуг, как правило, имеющие собственные патенты или «ноу-хау», обеспечивающие конкурентоспособность выпускаемых товаров, нацеленные на стабильное рациональное расширение своего производства;

3) инвесторы, ориентирующиеся на получение прибыли спекулятивного характера за счет игры на курсовой стоимости активов и использования факторов экономической нестабильности, присущих переходной экономике.

С точки зрения перспектив развития экономики России особое внимание необходимо обратить на привлечение второй группы инвесторов, присутствие которых на российском рынке усиливает конкуренцию среди производителей, способствует распространению технологии и управленческого опыта.

В действующей российской практике ведения хозяйства присутствует несколько вариантов привлечения иностранного капитала:

- международная кооперация производства, сопровождающаяся передачей технологии, а иногда и созданием совместной собственности;
- получение зарубежных кредитов;
- получение иностранного оборудования на основе лизинга;
- получение кредитов на компенсационной основе;
- привлечение иностранного капитала в предпринимательской форме путем создания совместных предприятий с различной долей иностранного участия, в том числе путем продажи иностранным инвесторам акций;
- создание предприятий, полностью принадлежащих иностранному капиталу;

- сотрудничество с иностранными компаниями в развитии производства на базе договора без создания юридического лица;
- привлечение иностранного капитала на основе концессий или договоров о разделе продукции;
- создание свободных экономических зон, направленных на более активное привлечение иностранных капиталов на определенной территории.

Все эти варианты привлечения иностранного капитала носят долгосрочный характер. Вследствие этого они подвержены воздействию инфляции, политической неустойчивости и экономической дезорганизации в большей мере, нежели одномоментные торговые, биржевые или иные текущие операции.

Следует иметь в виду, что международная кооперация может быть вообще не связана с привлечением финансовых средств из-за рубежа, но она часто позволяет привлечь зарубежную технологию, а иногда и поставки некоторых видов оборудования. Кооперация позволяет российским компаниям полностью сохранить свой контроль над предприятиями и в то же время быть эффективным способом выхода на мировой рынок.

Разные формы кредита означают ввоз финансовых средств в ссудной форме и предполагается, что они должны быть возвращены с уплатой определенного процента. При этом собственность на производство, использующего этот кредит, остается в руках российского владельца.

Варианты, связанные с непосредственным привлечением иностранного капитала позволяют связывать российские трудовые и природные ресурсы, производственный и научно-технический потенциал, а также российский капитал с капиталом иностранного партнера в весьма эффективной форме, так как иностранные инвестиции требуют не полной оплаты, а лишь выплаты прибыли на вложенный капитал.

Но не следует забывать, что при получении кредита оплата завершается при погашении всей его суммы и процентов, а выплата прибыли иностранному инвестору осуществляется постоянно, пока функционирует предприятие.

Все вышперечисленное необходимо учитывать при выборе того или иного варианта привлечения иностранного капитала и проведении соответствующей государственной политики. Вместе с тем следует учитывать и то, что при сопоставлении различных вариантов привлечения иностранных средств необходимо прежде всего принять в расчет цели и интересы субъектов хозяйствования.

Существуют общие цели, такие как: совершенствование технологического уровня и расширение масштабов производства, повышение конкурентоспособности для выхода на внешний рынок и др. Однако способы достижения этих целей на разных уровнях хозяйствования различны.

10.2. Классификация иностранных инвестиций

По своим характеру и формам заграничные капиталовложения могут быть различными.

По источникам происхождения выделяют государственные инвестиции и частные.

Государственные инвестиции (в международной практике их еще называют официальными) – это средства из государственного бюджета, которые направляются за рубеж или принимаются отсюда по решению либо непосредственно правительств, либо межправительственных организаций. Это государственные займы, ссуды, гранты (дары), помощь, международное перемещение которых определяется межправительственными соглашениями. Сюда же относятся кредиты и иные средства международных организаций (к примеру кредиты МВФ). В этом случае речь идет об отношениях между государствами, которые регулируются международными договорами и к которым применяются нормы международного права. Возможны и диагональные отношения, когда консорциум (группа) частных банков предоставляет инвестиции государству как таковому.

Под *частными инвестициями* понимаются инвестиции, которые предоставляют частные фирмы, компании или граждане одной страны соответствующим субъектам другой страны. Инвестиционные отношения настолько сложны и многообразны, что нередко отношения между государствами тесно связаны с отношениями между частными лицами.

Возможна и более сложная конструкция отношений, когда материальные обязательства государства-должника по полученным им кредитам (например выплата процентов) удовлетворяются за счет полной или частичной стоимости имущественных прав частного инвестора в стране должника (например предоставление прав на разработку собственных ресурсов).

Даваемый в законодательных актах и в международных договорах перечень видов (форм) иностранных инвестиций обычно является примерным, а не исчерпывающим, поскольку понятие

инвестиций охватывает все виды имущественных ценностей, которые иностранный инвестор вкладывает на территории принимающей стороны.

В этот перечень входят: недвижимое и движимое имущество (здания, сооружения, оборудование и другие материальные ценности) и соответствующие имущественные права, включая право залога; денежные средства; акции, вклады, облигации или любые другие формы участия в товариществах, предприятиях, в том числе и в совместных; право требования по денежным средствам, которые вкладываются для создания экономических ценностей, или услугам, имеющим экономическую ценность; права на результаты интеллектуальной деятельности, часто определяемые как права на интеллектуальную (в том числе и промышленную) собственность; права на осуществление хозяйственной деятельности, предоставляемые на основе закона или договора, включая, в частности, права на разведку и эксплуатацию природных ресурсов.

По срокам размещения заграничные капиталовложения делятся на краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные.

К последним относят вложения более чем на 15 лет. В данную группу входят наиболее значимые капиталовложения, так как к долгосрочным относят все вложения предпринимательского капитала в форме прямых и портфельных инвестиций (преимущественно частные), а также ссудный капитал (государственные и частные кредиты).

По характеру использования зарубежные капиталовложения бывают ссудными и предпринимательскими.

Ссудные инвестиции означают предоставление средств займа ради получения прибыли в форме процента. В этой сфере довольно активно выступают капиталы из государственных источников и вложения из частных.

Предпринимательские инвестиции прямо или косвенно вкладываются в производство и связаны с получением того или иного объема прав на получение прибыли в форме дивиденда. Чаще всего речь здесь идет о вложениях частного капитала.

В зависимости от целей предпринимательские капиталовложения делятся на прямые и портфельные.

Прямые инвестиции – основная форма экспорта частного предпринимательского капитала, обеспечивающая установление эффективного контроля и дающая право непосредственного распоряжения заграничной компанией. Являются вложением капитала во имя получения долгосрочного интереса. По определению МВФ, прямыми иностранные инвестиции являются в том случае, когда иностранный собственник владеет не менее 25% уставного капитала акционерного общества. По американскому законодательству – не менее 10%, в странах Европейского сообщества – 20–25%, а в Канаде, Австралии и Новой Зеландии – 50%.

Прямые инвестиции делятся на две группы:

- *трансконтинентальные капиталные вложения*, обусловленные возможными лучшими условиями рынка, т.е. когда существует возможность поставлять товары с нового производственного комплекса непосредственно на рынок данной страны (континента). Издержки играют здесь небольшую роль, главное – нахождение на рынке. Разница в издержках производства по сравнению с материнской компанией является меньшим фактором влияния на размещение производства на данном континенте. Издержки производства являются решающим фактором только для определения страны данного континента, в которой необходимо создать новые производственные мощности;

- *транснациональные вложения* – прямые вложения, размещаемые часто в соседней стране. Цель – минимизация издержек по сравнению с материнской компанией.

Выделяются черты, характерные для прямых инвестиций:

- при прямых зарубежных инвестициях инвесторы, как правило, лишаются возможности быстрого ухода с рынка;
- большая степень риска и большая сумма, чем при портфельных инвестициях;
- более длительный срок капиталовложений, они более предпочтительны для стран – импортеров иностранного капитала.

Прямые зарубежные инвестиции направляются в принимающие страны двумя путями, такими как:

- организация новых предприятий;
- скупка или поглощение уже существующих компаний.

Портфельные инвестиции – такие капиталные вложения, доля участия которых в капитале фирм ниже предела, обозначенного для прямых инвестиций. Портфельные инвестиции не обеспечивают

контроль за заграничными компаниями, ограничивая прерогативы инвестора получением доли прибыли (дивидендов).

В ряде случаев международные корпорации реально контролируют иностранные предприятия, обладая портфельными инвестициями, что обусловлено двумя причинами: значительной распыленностью акций среди инвесторов и наличием дополнительных договорных обязательств, ограничивающих оперативную самостоятельность иностранной фирмы. Имеются в виду лицензионные соглашения, контракты на маркетинговые услуги и техническое обслуживание.

Повышение роли портфельных инвестиций в последнее время связано с возможностью проведения спекулятивных операций, наращиванию которых способствовал ряд факторов:

- интернационализация деятельности фондовых бирж;
- снятие ограничений на допуск иностранных компаний на многих крупнейших фондовых биржах;
- расширение международных операций банков с ценными бумагами пенсионных фондов и других сберегательных учреждений.

Прочие инвестиции – группа инвестиций, в которую в основном входят международные займы, товарные кредиты и банковские депозиты. Их исключение в отдельную группу вызвано прежде всего разнородностью группы, а также сложностью получения достоверной статистической информации о многих ее составляющих.

Формы заграничных капиталовложений в изложенной схеме равнозначны. Однако не до конца ясно, какие формы инвестиций важнее с точки зрения управления реальным производством. В основе этих разночтений, которые выходят на уровень законодательных актов и правительственных постановлений, лежит, как правило, личный или групповой интерес соответствующих финансово-промышленных кругов. Но все больше признается приоритетное значение прямых инвестиций как наиболее удачно объединяющих национальные (или государственные) интересы различных слоев общества. К тому же они преимущественно связаны с конкретными международно-оперирующими факторами, финансово-промышленными группами, поэтому они наиболее управляемы, их «правила игры» более определены, что особенно важно с позиций обеспечения реальных конкурентных стандартов для национальной экономики.

Таким образом существуют различные формы иностранных инвестиций. Прежде чем выбрать ту или иную форму вложения капитала, иностранные инвесторы должны быть уверены в том, что страна-реципиент имеет благоприятный инвестиционный климат, который определяется уровнем политической и экономической стабильности, инвестиционной политикой, устойчивостью денежной единицы и прочими факторами.

На сегодняшний день наибольший интерес в качестве инвестиционных каналов вызывают развивающиеся страны. Так как экономика большинства из них находится в состоянии продолжающегося быстрого роста, а многие рынки, например фондовые, не являются высокоразвитыми, инвестиции будут иметь высокую доходность.

10.3. Мотивы иностранных инвесторов и меры по привлечению иностранных инвестиций в экономику России

Исходной точкой регулирования иностранных инвестиций является определение целей регулирования. Общие цели государственного регулирования процессов привлечения иностранных инвестиций состоят в следующем:

- осуществлении мер по формированию благоприятного инвестиционного климата;
- активизации притока иностранных инвестиций;
- воздействию на выбор желательных для государства потоков иностранных инвестиций.

Как уже было отмечено, наиболее важными с точки зрения производимого эффекта в рамках национальной экономики признаются прямые иностранные инвестиции.

На пути роста объема и количества прямых иностранных инвестиций в экономике России можно выделить три группы основных препятствий:

- 1) совокупность характерных для российского переходного периода политических, социальных и экономических проблем, отражающихся на результатах деятельности всех хозяйствующих субъектов, в том числе предприятий с участием иностранного капитала;
- 2) специфику государственной инвестиционной политики, выражающуюся в ослаблении внимания органов власти к поддержке и регулированию инвестиционного процесса, с

нередкими провалами инвестиционных программ и федеральных целевых программ развития отраслей и регионов, с отсутствием согласованных действий между ветвями власти и четко обозначенных приоритетов государственной инвестиционной политики;

- 3) специфические проблемы, связанные с условиями деятельности в стране иностранных компаний.

При этом не следует забывать, что иностранные инвестиции подвержены влиянию различных видов рисков, что необходимо учитывать в процессе реализации программ по привлечению их в экономику России (виды рисков рассмотрены в теме «Финансовые институты»).

В настоящее время перед Россией стоит сложная задача: привлечь в страну иностранный капитал с учетом его собственных мотивов, одновременно ориентируя его мерами экономического регулирования на достижение национальных целей. Для этого необходимо проведение согласованного комплекса мер в законодательной и административной сферах, направленных на максимально полное раскрытие и использование инвестиционного потенциала экономики и повышение ее привлекательности для иностранных инвесторов.

Выделяют следующие основные мотивы иностранных инвесторов:

- 1) стремление получить максимальную прибыль и благоприятные условия для ее последующей реализации;
- 2) стремление завоевать обширный рынок, отличающийся потенциальной емкостью с точки зрения как инфраструктуры, так и производства потребительских товаров;
- 3) возможность доступа к природным ресурсам страны.

Всю совокупность мер, ориентированных на создание привлекательных условий для привлечения прямых иностранных инвестиций, можно разделить на три основные группы:

- базовые меры по созданию благоприятного инвестиционного климата;
- правовые, административные основы деятельности иностранных инвесторов;
- специфические стимулы для привлечения иностранных инвестиций.

В отличие от большинства стран Центральной и Восточной Европы, Россия не смогла пока решить задачу создания благоприятного инвестиционного климата, предусматривающего формирование стабильных политических и макроэкономических условий, защиты прав собственности. Однако улучшение инвестиционного климата само по себе неспособно обеспечить резкое увеличение объемов иностранных инвестиций. Как показывает опыт стран с развивающейся и переходной экономикой, улучшение инвестиционного климата является необходимым, но недостаточным условием притока прямых иностранных инвестиций. Решение этой задачи требует реализации мероприятий по созданию правовых основ деятельности иностранных инвесторов и специфических стимулов для прямых иностранных инвестиций, направленных на повышение инвестиционной привлекательности России для иностранных инвесторов и привлечения их внимания к перспективным инвестиционным проектам на территории страны.

На сегодняшний день наиболее важными видами *специфических стимулов* для иностранных инвесторов представляются следующие:

- *фискальные стимулы*: налоговые каникулы, льготы по налогу на прибыль, льготы в отношении средств, используемых на инвестиции и реинвестирование, ускоренный режим амортизационных списаний, льготы по подоходному налогу для иностранных сотрудников предприятий с иностранным участием, льготы при осуществлении деятельности, связанной с НИОКР, льготы при осуществлении внешнеторговых операций и др.;
- *финансовые стимулы*: выплата правительственных субсидий на покрытие части стартовых издержек, предоставление льготных кредитов или гарантий по кредитам, обеспечение льготных условий государственного страхования, государственное участие в акционерном капитале;
- *иные стимулы* – государственные расходы на создание инвестиционной инфраструктуры, создание зон со специальным экономическим статусом и др.

Несмотря на достаточно критическое отношение международных организаций к использованию указанных стимулов, они активно применяются большинством стран мира в конкурентной борьбе за привлечение иностранных инвестиций. Более того, в 90-е годы XX столетия использование стимулирующих мер в мире значительно расширилось. При этом страны с рыночной экономикой в своей практике больше опирались на финансовые стимулы и вложения в инвестиционную инфраструктуру, а развивающиеся страны и страны с переходной экономикой – на фискальные меры.

Наряду с применением указанной системы стимулов необходима также реализация иных принятых в международной практике принципов правового регулирования иностранных инвестиций. В первую очередь речь идет о *режиме наибольшего благоприятствования*, который предоставляется многим государствам с целью исключить дискриминацию по отношению к инвесторам из каких-либо стран.

Режим в отношении иностранных инвестиций в России должен характеризоваться высокой транспарентностью. *Принцип транспарентности* означает, что правовые нормы, регулирующие деятельность иностранных инвесторов, должны быть открытыми и не допускать неоднозначной интерпретации, а процедуры пересмотра этих норм должны быть гласными и проходить в условиях, обеспечивающих для заинтересованных сторон (включая иностранные компании) возможность высказать свою позицию по обсуждаемым вопросам.

Политика по отношению к иностранным инвестициям должна включать следующие основные характеристики:

- четкую последовательную стратегию, отражающую серьезность и долговременность намерений государства в привлечении иностранных инвестиций, вызывающую доверие инвесторов;
- согласованность основных положений политики привлечения инвестиций во всех ветвях власти на региональном и федеральном уровнях, а также в предпринимательских кругах;
- соответствие деклараций и реальных действий, отсутствие конъюнктурных политических изменений, ясность конкретной программы действий органов власти федерального и регионального уровней, обеспечивающих улучшение инвестиционного климата в России в целом и субъектах РФ.

Приоритеты политики привлечения прямых иностранных инвестиций в России должны быть сосредоточены на нескольких аспектах, таких как:

- поощрение отдельных, важных для экономики России видов деятельности, включая экспорт конкурентоспособной продукции и импорт новых технологий;
- отраслевые приоритеты: привлечение иностранных инвестиций в высокотехнологичные отрасли (информационные технологии, аэрокосмическая и атомная промышленность); в отрасли, имеющие характер «узких мест» в экономике, и в отрасли, обуславливающие развитие экспорта – машино- и станкостроение для лесной, нефтяной, газовой промышленности, энергетики, металлургии;
- приоритеты в отношении компаний: в настоящее время нецелесообразно отказываться от стимулирования инвестиций крупных компаний (хотя в более отдаленной перспективе это нужно делать), но в то же время следует обратить внимание на привлечение инвестиций мелких и средних иностранных инвестиций и предоставление гарантий стабильности условий инвестиционной деятельности на федеральном уровне;
- приоритеты регионального развития: вместо практики создания искусственно благоприятных условий инвестиционной деятельности в отдельных субъектах РФ путем предоставления им статуса свободных экономических зон необходимо использовать новую стратегию, направленную на использование ресурсного потенциала регионов с учетом развития инфраструктуры и административных институтов, необходимых для целевого привлечения перспективных инвесторов;
- страновые приоритеты: активизация процесса привлечения прямых иностранных инвестиций в экономику России требует диверсификации страновых источников притока инвестиций за счет как экономически развитых стран, так и стран с динамично развивающимися рынками.

В общем и целом политика в отношении иностранных инвестиций должна быть сфокусирована на ликвидации формальных ограничений и административных барьеров на пути иностранного капитала, на использовании системы гарантий, ориентированных на специфику иностранного инвестирования и призванных компенсировать негативные последствия сложившегося инвестиционного климата.

Контрольные вопросы

1. Какие документы регламентируют деятельность иностранных инвесторов на территории Российской Федерации?
2. Какие категории лиц относятся к понятию «иностраный инвестор»?
3. Каким образом можно классифицировать иностранных инвесторов, действующих на российском рынке?
4. С помощью каких способов может осуществляться привлечение иностранного капитала в российскую экономику?

5. По каким принципам классифицируются иностранные инвестиции?
6. Каковы основные цели государственного регулирования процессов привлечения иностранных инвестиций?
7. Что препятствует росту количества прямых иностранных инвестиций в экономике России?
8. Какими мотивами руководствуются иностранные инвесторы?
9. Реализация каких мер направлена на увеличение числа иностранных инвестиций в экономику Российской Федерации?
10. Что представляет собой режим наибольшего благоприятствования?

МЕТОДИЧЕСКИЕ УКАЗАНИЯ ПО ВЫПОЛНЕНИЮ КОНТРОЛЬНЫХ РАБОТ

1. Общие положения

Цель преподавания дисциплины «Инвестиции» – изучение экономической сущности инвестиций и инвестиционного процесса, определение и изучение понятий «инвестиционная деятельность» и «инвестиционный проект», параметров и методов оценки их эффективности, способов и методов анализа возможностей их осуществимости, в сравнении с возможными альтернативами организации финансово-хозяйственной деятельности.

Студенты приступают к изучению этой дисциплины после усвоения теоретических основ финансов, экономики предприятия, бухгалтерского учета и теории экономического анализа, финансов организаций. Знания, полученные в процессе изучения этих дисциплин, будут способствовать рассмотрению вопросов планирования структуры источников финансирования, оценки эффективности инвестиционных проектов.

Принципиальная особенность данной дисциплины в том, что особое внимание уделяется, во-первых, вопросам законодательного обеспечения процесса организации инвестиционной деятельности как на уровне государства, так и на уровне хозяйствующего субъекта; во-вторых, вопросам обеспечения финансирования инвестиционных проектов с привлечением различных источников; в-третьих, рассмотрению вопросов оценки и анализа эффективности размещения инвестиционных ресурсов, организации процесса реализации инвестиций.

Дисциплина призвана обеспечить развитие знаний и навыков студентов в части вопросов, посвященных оптимизации процесса инвестиционной деятельности как одного из факторов развития российской экономики.

Задачи изучения дисциплины состоят в том, чтобы в результате рассмотрения вопросов, предусмотренных данным курсом, студенты могли:

- оперировать основными понятиями и категориями теоретической составляющей процесса реализации инвестиций;
- использовать теоретическую основу для определения практической осуществимости инвестиционного проекта;
- быть практически «подкованными» в вопросах решения проблем, присущих национальной экономике в области оптимизации процесса реализации инвестиционных программ, направленных на повышение основных макроэкономических показателей и улучшение общей ситуации в стране;
- объективно оценивать поступающий поток информации о состоянии экономики государства в целом и основных параметрах на рынке инвестиций в частности.

Формы контроля по дисциплине:

- текущий контроль: контрольная работа – зачет;
- итоговый контроль: зачет, экзамен.

К экзамену студент допускается при наличии зачета по контрольной работе.

Объем контрольной работы не должен превышать 10 страниц печатного текста на листе формата А4, Times New Roman 14, интервал 1,5. Поля: верхнее, левое, нижнее – 20 мм, правое – 10 мм. При рукописном варианте – 15 страниц формата А4 или 16 тетрадных страниц, заполняемых с обеих сторон разборчивым почерком.

2. Инструкция по выполнению контрольной работы

Этапы написания контрольной работы:

1. Внимательно и вдумчиво изучить данные методические указания, получив при необходимости на кафедре ответы на возникшие вопросы (консультацию).

2. Оценить для себя трудоемкость выполнения каждого задания и величину получаемых за него баллов и, сопоставив с минимальной суммой баллов, необходимых для положительной оценки, выбрать приоритетность выполнения заданий по контрольной работе.

3. Ситуационные (практические) задачи для своего решения требуют знания теории инвестирования (см. список рекомендуемой литературы), стандартных формул этой теории, содержащихся в учебниках, и способов (методов) оценок эффективности инвестиционных решений. Следует внимательно ознакомиться с условиями задач и определить, на какую из тем курса «Инвестиции» приходится ваша задача, и затем использовать соответствующую формулу или метод расчета для ее решения. Точное определение, понимание предмета (темы) задачи – залог успеха ее решения.

4. Успешные ответы на вопросы тестового задания требуют знания основных понятий теории инвестирования, определений, формулировок, терминологии и основных положений из области организации финансирования инвестиционной деятельности. Необходимо из двух предложенных вариантов ответа на вопрос теста выбрать один верный, по Вашему мнению.

Структура контрольной работы:

1. Титульный лист.
2. Текст ситуационной (практической) задачи 1 (Задание 1).
3. Ответ на задачу 1.
4. Текст ситуационной (практической) задачи 2 (Задание 2).
5. Ответ на задачу 2.
6. Тестовое задание с внесенными в него ответами на вопросы (Задание 3).
7. Список использованной литературы.

Образец титульного листа

Федеральное агентство по образованию Новосибирский государственный университет экономики и управления – «НИНХ»	
Номер группы	_____
Наименование специальности	_____
Студент (ФИО)	_____
Номер зачетной книжки	_____
Учебная дисциплина:	Инвестиции
Кафедра:	финансов
Номер варианта контрольной работы	_____
Дата регистрации институтом «___» _____	200__ г.
Дата регистрации кафедрой «___» _____	200__ г.
Проверил (ФИО преподавателя)	_____
Год написания	

Правила выбора варианта контрольной работы. Номер варианта контрольной работы соответствует последней цифре зачетной книжки студента. Вариант 10 соответствует цифре 0.

Контрольные работы, выполненные не по своему варианту, к проверке и защите не допускаются.

3. Задания контрольных работ

Вариант 1

Задание 1. Рассматривается возможность приобретения оборудования вида А и Б по производству полуфабрикатов. Первоначальная стоимость оборудования 9000 и 16500 тыс. руб. соответственно, приобретается оно за счет дополнительных вкладов учредителей в уставный капитал. Чистая прибыль за весь пятилетний жизненный цикл у каждого вида оборудования различная (с учетом качества выпускаемой продукции, мощности оборудования), в тыс.руб.

Год	Оборудование А	Оборудование Б
1-й	1900	2400
2-й	2000	3000
3-й	2400	3800
4-й	3500	3900
5-й	4600	5400
Итого	14400	18500

Стоимость лома в конце срока жизни оборудования А и Б – 500 тыс. руб.

Оцените эффективность вложения в оборудование А и Б различными методами:

- а) методом окупаемости РР;
- б) методом чистого приведенного дохода.

Задание 2. Инвестор вложил в ценные бумаги 10,0 млн руб. в начале года и получил по прошествии года 11,0 млн руб. Инфляция составила 12% в год.

Выгодным ли оказалось такое инвестирование?

Задание 3

1. *К финансовым инвестициям организации относятся:*
 - а) приобретение ценных бумаг других организаций;
 - б) вложения в недвижимость;
 - в) собственные акции, выкупленные организацией у акционеров для последующей перепродажи;
 - г) выплата дивидендов.
2. *На финансовом рынке предприятием мобилизуются следующие финансовые ресурсы:*
 - а) амортизация;
 - б) кредиты банков;
 - в) поступления от эмиссии ценных бумаг;
 - г) страховое возмещение по наступившим финансовым рискам.
3. *Для оценки инвестиционного климата используется:*
 - а) показатель инвестиционной доходности;
 - б) показатель инвестиционного риска;
 - в) ставка дисконтирования;
 - г) размер ВВП на душу населения.
4. *Решение о предоставлении инвестиционного налогового кредита принимается:*
 - а) налоговыми органами;
 - б) другими органами государственной власти;
 - в) самим предприятием при выполнении условий, установленных законом и касающихся численности работающих на предприятии;
 - г) внешним управляющим предприятия.
5. *Разовые взносы инвесторов в процессе реализации инвестиционного проекта относятся к:*
 - а) собственным средствам;
 - б) привлеченным средствам;
 - в) заемным средствам;
 - г) благотворительным взносам.
6. *Лизинг – это:*
 - а) кредит на приобретение оборотных средств;
 - б) аренда основных фондов;
 - в) приобретение основных средств в рассрочку;
 - г) определение стоимости материальных активов.
7. *Коэффициентом дисконтирования называется:*
 - а) скидка со стоимости ценной бумаги;
 - б) множитель временной корректировки стоимости инвестиционного дохода и инвестиций;
 - в) учетная ставка коммерческого банка;
 - г) капитализация капитала.
8. *Проект можно принять, если внутренняя норма доходности:*
 - а) равна средневзвешенной цене капитала;
 - б) ниже средневзвешенной цены капитала;
 - в) выше средневзвешенной цены капитала;
 - г) равна нулю.
9. *В бухгалтерских методиках расчета эффективности инвестиций ставка дисконтирования равна:*
 - а) нулю;
 - б) ставке рефинансирования ЦБ РФ;
 - в) индексу цен (темпу инфляции);
 - г) средневзвешенной цене капитала.
10. *Портфельные инвестиции – это:*
 - а) вложения капитала в нематериальные активы;
 - б) вложение капитала в различные ценные бумаги;
 - в) помещение капитала на депозитный сертификат;
 - г) вложения капитала в основные средства предприятия.

Вариант 2

Задание 1. Фирма «Союз» совместно с коммерческим банком «Русский стандарт» рассматривают вопрос о целесообразности привлечения для реализации инвестиционных проектов заемных средств:

а) в строительство хлебозавода – 12000 тыс. руб., который по проекту через 3 года принесет чистой прибыли от реализации продукции – 3500 тыс. руб., на четвертый год – 3700 тыс. руб., на пятый год и последующие – по 4000 тыс. руб.;

б) в строительство молокозавода – 11000 тыс. руб., который по проекту через 6 лет будет приносить чистую прибыль от реализации продукции ежегодно – 6000 тыс. руб. с учетом спроса и возможных конкурентов. Предварительно срок погашения кредита не должен превышать 8 лет, процент за пользование банковским кредитом и сумма основного долга банку должны погашаться равными суммами по ставке не менее 15 %, начиная с первого года получения кредита в конце декабря (аннуитет постнумерандо).

Каким должен быть окончательный вывод, примет ли банк проект/проекты к кредитованию?

Задание 2. Рассчитайте средневзвешенную цену капитала (WACC) компании «Веста», если структура ее источников такова:

Источник средств	Доля в общей сумме источников, %	Цена, %
Акционерный капитал	80	12,0
Долгосрочные долговые обязательства	20	6,5

Как изменится значение показателя WACC, если доля акционерного капитала снизится до 60%?

Задание 3

1. *Прямые инвестиции – это:*

- приобретение основных фондов;
- пополнение текущих оборотных средств;
- помещение капитала на депозитный сертификат;
- покупка государственных краткосрочных облигаций.

2. *Финансовой базой инвестиций в рыночной экономике являются:*

- валовые доходы предприятий и организаций;
- сбережения в экономике;
- валовой внутренний продукт государства;
- бюджет государства.

3. *Институциональные инвесторы могут преследовать следующие цели:*

- спекулятивные: привлечь средства дешевле, продать дороже;
- инвестирование путем формирования портфеля и диверсификации риска;
- извлечение дохода от производства конкурентной продукции;
- консолидация свободных денежных ресурсов и направление их в реальный экономический сектор.

4. *Формирование перечня инвестиционных программ, финансируемых за счет средств федерального бюджета, осуществляется:*

- Министерством экономического развития и торговли РФ;
- Российской финансовой корпорацией;
- Центральным банком РФ;
- налоговыми органами РФ.

5. *К собственным источникам финансирования организациями инвестиций относится:*

- балансовая прибыль;
- взносы акционеров, участников, пайщиков в уставном фонде;
- нераспределенная прибыль;
- номинальная стоимость акций и прочих ценных бумаг, выпущенных организацией.

6. *Средства, аккумулированные в инвестиционном проекте:*

- могут использоваться в качестве залога;
- предоставляют возможность получения дохода;
- предоставляют возможность быстрой продажи без потерь в стоимости активов;
- могут быть использованы для удовлетворения текущих потребностей.

7. *Дисконтирование дохода – это:*
- метод капитализации прибыли;
 - приведение дохода к сопоставимому по времени виду;
 - целевое выравнивание дохода;
 - усреднение дохода.
8. *Чистая текущая стоимость проекта (NPV) от ставки дисконтирования:*
- зависит прямо пропорционально;
 - зависит обратно пропорционально;
 - не имеет зависимости;
 - меняет зависимость с прямо пропорциональной на обратно пропорциональную.
9. *Анализ чувствительности проекта позволяет:*
- выбрать показатели эффективности для оценки проекта;
 - выбрать факторы, оказывающие наибольшее влияние на показатели эффективности проекта;
 - оценить изменчивость показателей эффективности проекта в зависимости от условий его реализации;
 - оценить показатели эффективности проекта.
10. *Дивиденд – это:*
- форма заработной платы персонала ОАО;
 - плата за пользование капиталом;
 - часть прибыли;
 - процент от выручки предприятия.

Вариант 3

Задание 1. Торговая фирма рассматривает два предложения по приобретению магазинов. Начальные затраты на покупку магазина А – 14400 тыс. руб., а стоимость магазинов (их может быть 8 шт.) типа Б – 1800 тыс. руб. Предполагаемая ежегодная прибыль от продаж по магазинам соответственно 7100 и 820 тыс. руб. Дивидендная отдача, требуемая учредителями фирмы, составляет 17%. Может быть реализован только один из двух проектов (в условиях дефицитности финансовых ресурсов). Требуется:

- рассчитать чистую текущую стоимость (NPV) по каждому из двух проектов;
- рассчитать доходность дисконтированных денежных поступлений (PI) по каждому проекту, проанализировать результаты расчетов.

Задание 2. Выгодно ли вкладывать средства под 150% годовых на фоне среднемесячных темпов инфляции в 9%?

Вывод сделать на основе реальной ставки доходности.

Задание 3

- К собственным источникам финансирования инвестиций относятся:*
 - уставный капитал;
 - эмиссия облигаций;
 - амортизационный фонд;
 - валовая прибыль;
 - нераспределенная прибыль.
- Прирост национального богатства вызывают:*
 - реальные инвестиции;
 - финансовые инвестиции;
 - долгосрочные и среднесрочные инвестиции;
 - частные инвестиции.
- Формирование перечня инвестиционных программ, финансируемых за счет средств федерального бюджета, осуществляется:*
 - Министерством экономического развития и торговли РФ;
 - Российской финансовой корпорацией;
 - Центральным банком РФ;
 - налоговыми органами РФ.

4. *Кредитный союз – это:*
- имущественный комплекс, объединяющий капиталы участников;
 - объединение лиц в целях создания коллективного денежного фонда;
 - аффилированная группа лиц;
 - организация банков.
5. *Для расчета бюджетного эффекта поступления в бюджет от реализации инвестиционного проекта учитываются:*
- как положительные денежные потоки;
 - как отрицательные денежные потоки;
 - как пополнение доходной части бюджета;
 - как расходная часть бюджета.
6. *Лизинг – это:*
- кредит на приобретение оборотных средств;
 - аренда основных фондов;
 - приобретение основных средств в рассрочку;
 - определение стоимости материальных активов.
7. *Проект можно принять, если внутренняя норма доходности:*
- равна средневзвешенной цене капитала;
 - ниже средневзвешенной цены капитала;
 - выше средневзвешенной цены капитала;
 - равна нулю.
8. *Чистая текущая стоимость проекта (NPV) от ставки дисконтирования:*
- зависит прямо пропорционально;
 - зависит обратно пропорционально;
 - не имеет зависимости;
 - меняет зависимость с прямо пропорциональной на обратно пропорциональную.
9. *Доход от инвестиций в акции – это:*
- курсовая цена минус номинальная стоимость акции;
 - стоимость акции в момент продажи;
 - относительный прирост цены акции плюс дивиденд;
 - относительный прирост цены акции минус дивиденд.
10. *Аннуитетом называются:*
- инвестиции, приносящие инвестору равномерный по периодам доход в будущем;
 - один из методов дисконтирования средств;
 - финансовая аренда;
 - ценная бумага.

Вариант 4

Задание 1. Имеются два альтернативных инвестиционных проекта – А и Б:

Денежные потоки	Первоначальные инвестиции, усл. ед.	
	Проект А	Проект Б
	550	600
1	100	100
2	200	300
3	200	100
4	300	200
5	50	200

Рассчитать эффективность проектов при норме дисконта 10%:

- методом чистой современной стоимости проекта;
- методом индекса рентабельности;
- дисконтным методом окупаемости инвестиций.

Сделайте выводы.

Задание 2. Какова приведенная стоимость аннуитета постнумерандо с изменяющимся денежным потоком общей продолжительностью 10 лет, имеющего нулевые поступления в первые три года и равные поступления в 10 тыс. руб. в оставшиеся годы, если рыночная норма прибыли равна 8% для первых трех лет и 10% для оставшихся семи лет?

Задание 3

1. *Венчурные инвестиции – это:*
 - а) инвестиции, приносящие доход в отдаленном будущем;
 - б) рисковое вложение капитала в инновации;
 - в) инвестиции в деривативы;
 - г) инвестиции в паевые инвестиционные фонды.
2. *Воспроизводственная структура инвестиций характеризуется соотношением долей в их составе:*
 - а) финансовых и реальных инвестиций;
 - б) собственных и заемных средств;
 - в) амортизационных отчислений и чистой прибыли.
3. *В реализации бюджетного финансирования инвестиционного проекта заинтересованы:*
 - а) государство;
 - б) предприятие, на базе которого реализуется инвестиционный проект;
 - в) население;
 - г) международные инвестиционные институты.
4. *Структурным подразделением Всемирного банка является:*
 - а) Центральный банк РФ;
 - б) Европейский банк реконструкции и развития;
 - в) Международный банк реконструкции и развития;
 - г) Организация Объединенных Наций.
5. *Показатель рентабельности инвестиций характеризует:*
 - а) текущую ликвидность;
 - б) доходность вложения капитала в имущество предприятия;
 - в) структуру капитала;
 - г) риск вложения капитала в имущество предприятия.
6. *К собственным источникам финансирования организациями инвестиций относится:*
 - а) балансовая прибыль;
 - б) взносы акционеров, участников, пайщиков в уставном фонде;
 - в) нераспределенная прибыль;
 - г) номинальная стоимость акций и прочих ценных бумаг, выпущенных организацией.
7. *Для определения предпочтительности инвестиций достаточно определить:*
 - а) норму прибыли по проекту;
 - б) уровень риска проекта;
 - в) размер требуемых вложений;
 - г) размер дохода от проекта.
8. *Если денежные потоки растут тем же темпом, как и инфляция, то инфляция:*
 - а) не оказывает влияния на эффективность инвестиций;
 - б) снижает эффективность инвестиций;
 - в) увеличивает эффективность инвестиций;
 - г) не позволяет оценить эффективность инвестиций.
9. *Из двух проектов лучше тот, у которого срок окупаемости:*
 - а) выше;
 - б) ниже;
 - в) растет;
 - г) снижается.
10. *Доход от инвестиций в акции – это:*
 - а) курсовая цена минус номинальная стоимость акции;
 - б) стоимость акции в момент продажи;
 - в) относительный прирост цены акции плюс дивиденд;
 - г) относительный прирост цены акции минус дивиденд.

Вариант 5

Задание 1. В таблице приведены два альтернативных проекта:

Проект	Величина инвестиций, млн руб.	Годовые суммы денежных поступлений, млн руб.
А	350 000	125 000
Б	50 000	20 000

Срок жизни проекта – 4 года, ставка дисконтирования – 12%.

Оценить инвестиционную привлекательность проектов, используя любые два метода по Вашему выбору.

Задание 2. Необходимо определить ожидаемую текущую доходность по облигации, сопоставив ее с нормой текущей доходности при следующих условиях: облигация компании номиналом 200 тыс. руб. реализуется на рынке по цене 225 тыс. руб.; ставка ежегодного начисления процентов по ней (купонная ставка) составляет 40%; норма текущей доходности по облигациям такого типа – 35%.

Задание 3

1. *Инвестиция представляет собой:*

- расход ресурсов для достижения цели;
- приобретение актива с целью сохранения его стоимости;
- расход ресурсов для удовлетворения текущих потребностей;
- машины, оборудование, кредиты, имущество и иные ценности, направляемые в объекты предпринимательской и другой деятельности в целях получения дохода (прибыли) или положительного социального эффекта.

2. *Экстенсивный тип воспроизводства характеризуется:*

- ростом нераспределенной прибыли;
- ростом количества основных средств;
- ростом курсовой стоимости акций;
- сокращением амортизации.

3. *К формам бюджетного финансирования инвестиций относится:*

- трансфертный платеж;
- предоставление налоговых кредитов;
- снижение арендной платы за пользование государственным имуществом;
- выплата заработной платы работникам государственных учреждений.

4. *Источником инвестиций в основные фонды являются:*

- средства устойчивых активов баланса;
- амортизация;
- выручка от реализации основных фондов;
- оборотные средства.

5. *Срок лизинга оборудования всегда:*

- не выше срока эксплуатации объекта;
- не выше установленного амортизационного срока;
- не выше срока окупаемости объекта;
- не ограничен.

6. *Цена кредитных ресурсов определяется:*

- на основе ставки рефинансирования;
- на основе ставки дисконтирования;
- на основе средневзвешенной ставки процента по депозиту;
- на основании средневзвешенной цены капитала.

7. *Проект можно принять, если внутренняя норма рентабельности:*

- равна ставке дисконтирования;
- ниже ставки дисконтирования;
- выше ставки дисконтирования;
- равна нулю.

8. Ставка дисконтирования, при которой чистый приведенный доход (NPV) равен нулю, является:
- индексом дохода;
 - внутренней нормой рентабельности (доходности);
 - средней нормой рентабельности;
 - ставкой рефинансирования.
9. В бухгалтерских методиках расчета эффективности инвестиций ставка дисконтирования равна:
- нулю;
 - ставке рефинансирования ЦБ РФ;
 - индексу цен (темпу инфляции);
 - средневзвешенной цене капитала.
10. Аннуитетом называются:
- инвестиции, приносящие инвестору равномерный по периодам доход в будущем;
 - один из методов дисконтирования средств;
 - финансовая аренда;
 - ценная бумага.

Вариант 6

Задание 1. Рассчитайте средневзвешенную стоимость капитала (WACC) компании «Прогресс», если структура ее источников такова:

Источник средств	Доля в общей сумме источников, %	Цена, %
Акционерный капитал	80	12,0
Долгосрочные долговые обязательства	20	6,5

Следует ли принимать компании инвестиционный проект с $IRR = 12\%$?

Как изменится значение показателя WACC, если доля акционерного капитала снизится до 60%.

Задание 2. Рассчитайте чистый дисконтированный доход государства и срок окупаемости проекта (без учета риска), финансируемого из бюджета. Для расчета используйте действующие ставку рефинансирования и темп инфляции.

Наименование статьи	Номер года		
	1	2	3
Выплаты из бюджета (тыс. руб.)	5 000	4 600	3 200
Поступления средств в бюджет от реализации проекта (тыс. руб.)	3 000	7 000	8 000

Задание 3

- К показателям результатов инвестиций относится:
 - прирост основных средств за определенный период;
 - коэффициент выбытия основных фондов;
 - положительный социальный эффект;
 - рентабельность собственных средств.
- Стратегическим инвестором является тот, кто:
 - осуществляет финансирование реальных инвестиций;
 - инвестирует в портфели ценных бумаг;
 - осуществляет значительную инвестиционную деятельность в регионе;
 - рассчитывает получить доход в будущем.
- Бюджетные средства на инвестиционные нужды предоставляются предприятиям:
 - на возмездной основе;
 - на платной основе;
 - только под залог активов;
 - только при наличии гарантийного обязательства.

4. Цена привлеченного капитала организации определяется:
- как процентная ставка выплаченных дивидендов;
 - как отношение расходов, связанных с привлечением средств, к сумме привлеченных ресурсов;
 - как фондоотдача от введенных основных средств;
 - как средневзвешенная цена полученных кредитов.
5. К внешним источникам финансирования инвестиций относится:
- амортизационный фонд;
 - банковский кредит;
 - выпуск векселей;
 - нераспределенная прибыль предприятия.
6. Для определения предпочтительности инвестиций достаточно определить:
- норму прибыли по проекту;
 - уровень риска проекта;
 - размер требуемых вложений;
 - размер дохода от проекта.
7. Базовая коммерческая ставка дисконтирования в себя включает:
- норму прибыли на вложенный капитал;
 - средневзвешенную цену инвестиционных ресурсов;
 - процент риска снижения эффективности проекта;
 - процент дивидендных выплат.
8. Если денежные потоки растут тем же темпом, как и инфляция, то инфляция:
- не оказывает влияния на эффективность инвестиций;
 - снижает эффективность инвестиций;
 - увеличивает эффективность инвестиций;
 - не позволяет оценить эффективность инвестиций.
9. Портфельные инвестиции – это:
- вложение капитала в нематериальные активы;
 - вложение капитала в различные ценные бумаги;
 - помещение капитала на депозитный сертификат;
 - вложения капитала в основные средства предприятия.
10. Доходность и риск портфеля соотносятся:
- прямо пропорционально;
 - обратно пропорционально;
 - в зависимости от типов активов в портфеле;
 - через коэффициент дисконтирования.

Вариант 7

Задание 1. Предприятие рассматривает целесообразность приобретения новой технологической линии. Стоимость линии составляет 12,7 млн руб., срок эксплуатации – 5 лет, износ на оборудование начисляется по методу прямолинейной амортизации. Ставка налога на прибыль составляет 24%, цена капитала – 15%. Динамика выручки от реализации и текущих расходов представлена в таблице.

Показатель	Год				
	1-й	2-й	3-й	4-й	5-й
Объем реализации, тыс. руб.	8 600	9 400	10 400	10 200	6 300
Текущие расходы (без амортизации), тыс. руб.	4 300	4 400	4 580	4 720	4 860

Целесообразно ли реализовывать данный проект?

Сделайте вывод, используя критерий NPV.

Задание 2. Проект требует инвестиций в размере 820 000 тыс. руб. На протяжении 10 лет будет ежегодно выплачиваться доход 80 000 тыс. руб.

Оценить целесообразность таких инвестиций при ставке дисконтирования 12%.

Задание 3

1. *Инвестиции – любое вложение денежных средств и их эквивалентов с целью:*
 - а) получения прибыли (дохода);
 - б) сбережения денежных средств;
 - в) накопления денежных средств;
 - г) удовлетворения текущих потребностей.
2. *Заказчик и инвестор, как субъекты инвестиционной деятельности:*
 - а) одно и то же лицо;
 - б) могут быть представлены в одном лице;
 - в) не могут быть представлены в одном лице;
 - г) могут быть представлены в одном лице, если инвестором является государство.
3. *Институциональные инвесторы могут преследовать следующие цели:*
 - а) спекулятивные: привлечь средства дешевле, продать дороже;
 - б) инвестирование путем формирования портфеля и диверсификации риска;
 - в) извлечение дохода от производства конкурентной продукции;
 - г) консолидация свободных денежных ресурсов и направление их в реальный экономический сектор.
4. *С превышением ставки рефинансирования над темпом инфляции ставка дисконтирования:*
 - а) увеличивается;
 - б) уменьшается;
 - в) не изменяется;
 - г) сперва увеличивается, потом уменьшается.
5. *К способам финансирования прямых инвестиций относится:*
 - а) эмиссия акций и облигаций;
 - б) амортизация;
 - в) покупка паев ПИФа;
 - г) реинвестирование прибыли.
6. *Внутренние источники финансирования инвестиционной деятельности – это:*
 - а) средства, полученные от государства на безвозмездной основе;
 - б) заемные средства;
 - в) собственные средства инвестора;
 - г) привлеченные средства.
7. *Дисконтирование дохода – это:*
 - а) метод капитализации прибыли;
 - б) приведение дохода к сопоставимому по времени виду;
 - в) целевое выравнивание дохода;
 - г) усреднение дохода.
8. *Из двух проектов лучше тот, у которого срок окупаемости:*
 - а) выше;
 - б) ниже;
 - в) растет;
 - г) снижается.
9. *Анализ чувствительности проекта позволяет:*
 - а) выбрать показатели эффективности для оценки проекта;
 - б) выбрать факторы, оказывающие наибольшее влияние на показатели эффективности проекта;
 - в) оценить изменчивость показателей эффективности проекта в зависимости от условий его реализации;
 - г) оценить показатели эффективности проекта.
10. *Ковариация активов в инвестиционном портфеле оказывает влияние:*
 - а) на доходность портфеля;
 - б) на риск портфеля;
 - в) на вес активов в портфеле;
 - г) на виды активов в портфеле.

Вариант 8

Задание 1. Рассматриваются два альтернативных проекта:

Проект А	-100	90	45	9
Проект Б	-100	10	50	100

Требуется:

- найти точку Фишера;
- сделать выбор при $r = 8\%$ и при $r = 15\%$.

Задание 2. Предприятие имеет возможность инвестировать:

- до 55 млн руб.;
- до 90 млн руб., при этом цена капитала составляет 10%.

Составьте оптимальный инвестиционный портфель из следующих альтернативных проектов (млн руб.):

Проект А	-30	6	11	13	12
Проект Б	-20	4	8	12	5
Проект В	-40	12	15	15	15
Проект Г	-15	4	5	6	6

Задание 3

- При каких условиях финансирование оборотных средств не рассматривается как инвестиционная деятельность?*
 - в условиях рыночной экономики;
 - при командно-административной системе;
 - в краткосрочных инвестиционных проектах;
 - при бюджетном финансировании проекта.
- Прямые инвестиции осуществляют:*
 - участники фондового рынка;
 - субъекты с финансовыми возможностями непосредственно в контакте с субъектами, обладающими финансовой потребностью;
 - субъекты с финансовыми возможностями через посредников;
 - субъекты, обладающие финансовой потребностью.
- При кредитовании инвестиций поручителем может выступать:*
 - государство;
 - другие предприятия;
 - сам кредитор;
 - сам заемщик.
- Амортизация для предприятия является:*
 - источником финансирования текущих затрат;
 - величиной учтенного износа основных фондов;
 - источником финансирования инвестиций;
 - элементом затрат, включенным в себестоимость продукции.
- При расчете лизингового платежа учитываются:*
 - амортизационные отчисления;
 - комиссионное вознаграждение лизингодателю и дополнительные услуги, предоставляемые лизингодателем;
 - плата за кредит;
 - дивиденды.
- Проект можно принять, если внутренняя норма рентабельности:*
 - равна ставке дисконтирования;
 - ниже ставки дисконтирования;
 - выше ставки дисконтирования;
 - равна нулю.

7. Если денежные потоки растут тем же темпом, как и инфляция, то инфляция:
- не оказывает влияния на эффективность инвестиций;
 - снижает эффективность инвестиций;
 - увеличивает эффективность инвестиций;
 - не позволяет оценить эффективность инвестиций.
8. Ставка дисконтирования, при которой чистый приведенный доход (NPV) равен нулю, является:
- индексом дохода;
 - внутренней нормой рентабельности (доходности);
 - средней нормой рентабельности;
 - ставкой рефинансирования.
9. В бухгалтерских методиках расчета эффективности инвестиций ставка дисконтирования равна:
- нулю;
 - ставке рефинансирования ЦБ РФ;
 - индексу цен (темпу инфляции);
 - средневзвешенной цене капитала.
10. Дивиденд – это:
- форма заработной платы персонала ОАО;
 - плата за пользование капиталом;
 - часть прибыли;
 - процент от выручки предприятия.

Вариант 9

Задание 1. Бюджет капитальных вложений составляет 150 тыс. руб. Предполагаемая стоимость капитала 10%. Проекты Б и Г взаимозаменяемы, а проекты А и Ж – взаимодополняемы.

Проект	Объем инвестиций, руб.	NPV, руб.	IRR, %
А	-30000	2822	13,6
Б	-20000	2562	19,4
В	-50000	3214	12,5
Г	-10000	2679	21,9
Д	-20000	909	15,0
Е	-40000	4509	15,6
Ж	-25000	1915	14,1

Сформируйте оптимальный портфель по критериям: (а) NPV; (б) IRR.

Задание 2. Рассмотреть экономическую целесообразность реализации проекта без учета и с учетом инфляции при следующих условиях:

- величина инвестиций – 5 млн руб. (в год 0);
- период реализации проекта – 3 года;
- доходы по годам (тыс.руб.) – 2000, 2000, 2500;
- ставка дисконтирования (без учета инфляции) – 9,5%;
- среднегодовой темп инфляции – 5%.

Задание 3

1. Инвестор – это:
- лицо, осуществляющее вложение собственных средств в инвестиционный проект;
 - исполнитель работ, обусловленных инвестиционным проектом;
 - лицо, обладающее финансовой возможностью реализовать инвестиционный проект;
 - лицо, обладающее потребностью реализовать инвестиционный проект.
2. Структурным подразделением Всемирного банка является:
- Центральный банк РФ;
 - Европейский банк реконструкции и развития;
 - Международный банк реконструкции и развития;
 - Организация Объединенных Наций.

3. Для оценки инвестиционного климата используется:
 - а) показатель инвестиционной доходности;
 - б) показатель инвестиционного риска;
 - в) ставка дисконтирования;
 - г) размер ВВП на душу населения.
4. Бюджетную эффективность инвестиционного проекта можно оценить по:
 - а) чистому дисконтированному доходу государства (региона) с учетом и без учета рисков;
 - б) сроку окупаемости;
 - в) коэффициентам ликвидности;
 - г) размеру налоговых поступлений.
5. К собственным средствам инвестора относится:
 - а) нераспределенная прибыль;
 - б) амортизация;
 - в) поступления от продажи акций;
 - г) поступления от продажи облигаций.
6. Из всех методов финансирования инвестиционной деятельности корпорации наиболее предпочтителен метод:
 - а) самофинансирования;
 - б) акционирования;
 - в) бюджетный;
 - г) лизинг.
7. Чистая текущая стоимость проекта (NPV) от ставки дисконтирования:
 - а) зависит прямо пропорционально;
 - б) зависит обратно пропорционально;
 - в) не имеет зависимости;
 - г) меняет зависимость с прямо пропорциональной на обратно пропорциональную.
8. Базовая коммерческая ставка дисконтирования в себя включает:
 - а) норму прибыли на вложенный капитал;
 - б) средневзвешенную цену инвестиционных ресурсов;
 - в) процент риска снижения эффективности проекта;
 - г) процент дивидендных выплат.
9. Анализ чувствительности проекта позволяет:
 - а) выбрать показатели эффективности для оценки проекта;
 - б) выбрать факторы, оказывающие наибольшее влияние на показатели эффективности проекта;
 - в) оценить изменчивость показателей эффективности проекта в зависимости от условий его реализации;
 - г) оценить показатели эффективности проекта.
10. Ковариация активов в инвестиционном портфеле оказывает влияние:
 - а) на доходность портфеля;
 - б) на риск портфеля;
 - в) на вес активов в портфеле;
 - г) на виды активов в портфеле.

Вариант 10

Задание 1. Рассчитайте чистый дисконтированный доход государства и срок окупаемости проекта (с учетом риска), финансируемого из бюджета. Для расчета используйте действующие ставку рефинансирования и темп инфляции, поправка на риск – 11%.

Наименование статьи	Номер года		
	1	2	3
Выплаты из бюджета (тыс. руб.)	8 000	9 600	9 200
Поступления средств в бюджет от реализации проекта (тыс. руб.)	5 000	12 000	19 000

Задание 2. Рассчитайте цену капитала предприятия (WACC) по следующим данным:

Источники средств	Доля, %	Цена источника, %
Нераспределенная прибыль	2,8	15,2
Привилегированные акции	8,9	12,1
Обыкновенные акции	42,1	16,5
Заемные средства	46,2	19,5

Следует ли предприятию реализовывать инвестиционный проект с IRR – 14%, если стоимость нераспределенной прибыли увеличится до 16,7%.

Задание 3

- Капиталообразующими являются инвестиции:*
 - реальные;
 - финансовые;
 - долгосрочные и среднесрочные;
 - частные.
- Институциональные инвесторы характеризуются тем, что:*
 - выполняют функции финансовых посредников;
 - делят риски, связанные с инвестированием, с лицами, предоставляющими средства;
 - заранее устанавливают размер выплат лицам, предоставляющим средства;
 - инвестируют в ценные бумаги и другое имущество.
- Условия предоставления бюджетных инвестиционных ресурсов включают ограничение:*
 - на размер бюджетной поддержки проекта;
 - на количество участников реализации проекта;
 - срока окупаемости проекта;
 - на размер прибыли от инвестиционного проекта.
- Разовые взносы инвесторов в процессе реализации инвестиционного проекта относятся к:*
 - собственным средствам;
 - привлеченным средствам;
 - заемным средствам;
 - благотворительным взносам.
- При расчете лизингового платежа учитываются:*
 - амортизационные отчисления;
 - комиссионное вознаграждение лизингодателю и дополнительные услуги, предоставляемые лизингодателем;
 - плата за кредит;
 - дивиденды.
- Дисконтирование дохода – это:*
 - метод капитализации прибыли;
 - приведение дохода к сопоставимому по времени виду;
 - целевое выравнивание дохода;
 - усреднение дохода.
- Ставка дисконтирования, при которой чистый приведенный доход (NPV) равен нулю, является:*
 - индексом дохода;
 - внутренней нормой рентабельности (доходности);
 - средней нормой рентабельности;
 - ставкой рефинансирования.
- Анализ чувствительности проекта позволяет:*
 - выбрать показатели эффективности для оценки проекта;
 - выбрать факторы, оказывающие наибольшее влияние на показатели эффективности проекта;
 - оценить изменчивость показателей эффективности проекта в зависимости от условий его реализации;
 - оценить показатели эффективности проекта.

9. *Портфельные инвестиции – это:*

- а) вложение капитала в нематериальные активы;
- б) вложение капитала в различные ценные бумаги;
- в) помещение капитала на депозитный сертификат;
- г) вложение капитала в основные средства предприятия.

10. *Аннуитетом называются:*

- а) инвестиции, приносящие инвестору равномерный по периодам доход в будущем;
- б) один из методов дисконтирования средств;
- в) финансовая аренда;
- г) ценная бумага.

4. Правила балльной оценки контрольной работы

За верное решение заданий контрольной работы начисляются баллы следующим образом:

Ситуационная (практическая) задача 1 40 баллов

Ситуационная (практическая) задача 2 40 баллов

Тестовое задание 30 баллов

Верное решение задач 1 и 2 означает вычисление правильного числового ответа в решении задач, за что засчитывается по 40 баллов. Если числовой ответ неправильный, но способ решения, применение формул или ход решения верные, то за задачу может засчитываться 30 баллов. В остальных случаях – 0 баллов.

Верное решение тестового задания означает правильный выбор ответа или ответов на каждый из 10 тестов, за что начисляется 30 баллов. За каждый верный результат по одному из 10 тестовых заданий начисляется 3 балла. За неправильный ответ начисляется 0 баллов.

Контрольная работа по дисциплине в учебном плане специальности может иметь два варианта оценки по ней: 1) «зачтено» – «не зачтено», 2) «неудовлетворительно» – «удовлетворительно» – «хорошо» – «отлично». Дисциплина «Инвестиции» по учебному плану предполагает по контрольной работе оценки «зачтено» – «не зачтено».

Для положительной оценки контрольной работы «зачтено» необходимо набрать 70 баллов и более в любой комбинации ответов на задания. В противном случае выставляется неудовлетворительная оценка – «не зачтено».

В ходе проверки ответов на задачи 1, 2 и 10 тестовых заданий преподаватель на каждый отдельный элемент контрольной работы фиксирует красной пастой количество набранных баллов по каждому элементу и общее количество набранных баллов в итоге.

5. Процедура оценки контрольной работы

Настоящим стандартом устанавливается срок для проверки контрольных работ – 10 (десять) календарных дней. Начало отсчета срока:

- для студентов ИЗО – дата регистрации в кафедральном журнале учета контрольных работ факта поступления контрольной работы на соответствующую кафедру;
- для студентов ИДО – дата сообщения письмом e-mail на соответствующую кафедру сведений о наличии контрольной работы в ИДО.

В случае неудовлетворительной оценки по контрольной работе преподаватель пишет рецензию, которая содержит такие элементы, как:

- общая характеристика работы в целом с изложением данных по балльной оценке каждого элемента заданий;
- оценка невыполненных элементов задания;
- степень самостоятельности студента при написании работы;
- указания на характер ошибок, выявленных при проверке работы;
- недостатки незачтенной работы и пути их устранения.

Рецензия для студентов, обучающихся в г. Новосибирске, остается на кафедре. Для студентов ИДО (студентов иногородних учебных представительств) – передается в ИДО. Копия рецензии вручается студенту.

Содержание

Методические рекомендации по изучению дисциплины	3
Рабочая программа	4

Тексты лекций

Тема 1. Экономическая сущность и значение инвестиций	9
Тема 2. Финансовый механизм накопления капитала в рыночной экономике	14
Тема 3. Временная стоимость денег и финансовые расчеты	23
Тема 4. Анализ эффективности реальных инвестиций	27
Тема 5. Методы финансирования и кредитования инвестиционной деятельности	51
Тема 6. Организация подрядных отношений в строительстве	69
Тема 7. Финансовые инвестиции	75
Тема 8. Инвестиционный климат и инвестиционная политика	101
Тема 9. Финансовые институты	109
Тема 10. Иностраные инвестиции, их влияние на развитие национальной экономики	119
Методические указания по выполнению контрольных работ	127

Золотаренко Сергей Георгиевич
Юхименко Юрий Михайлович
Горская Ольга Вячеславовна
Николаева Надежда Юрьевна

ИНВЕСТИЦИИ

Учебно-методический комплекс

Корректор Г.А. Есева

Подписано в печать 11.11.2008. Печать офсетная. Бумага офсетная.
Формат 60x84/8. Усл. п. л. 18. Доп. тираж 600 экз.

Новосибирский государственный университет экономики и управления
630099, Новосибирск, ул. Каменская, 56

